Análisis Icaria Patrimonio - FIL

www.icariacapital.es

https://t.me/IcariaPatrimonio

ISIN - ES0147415006 / ES0147415022

Folleto de la CNMV - Folleto CNMV PDF

Mínimo de inversión - 50.000 €

Liquidez - trimestral para reembolsos

Comisión de gestión - 0,99%

Comisión de depósito - 0,07%

Web oficial - https://andbank.es/boutiquehub/icaria/

Canal de Telegram no-oficial - https://t.me/IcariaPatrimonio

Experiencia del gestor - Más de 10 años montando carteras de estilo "*endowment*", para patrimonios de cientos de millones de euros.

Índice (Volumen 1)

Filosofía del fondo - pág. 3

Estrategia del fondo - pág. 15

Deuda Privada - pág. 17

Hedge-Funds - pág. 23

Private Equity - pág. 30

Real Assets - pág. 35

Renta Variable - pág. 43

Asset Allocation - pag. 49

Preguntas frecuentes - pág. 56

Track-record - pág. 68

Críticas - pág. 69

Sobre la volatilidad - pág. 75

Listado de fondos - pág. 76

Apuntes variados - pág. 139

Actualización 9-julio-25 - pág. 140

Preguntas adicionales - pág. 145

Críticas adicionales - pág. 146

Mindmap - pág. 156

Resumen general - pág. 157

Briefing comercial - pág. 161

Guía de estudio - pág. 171

Cronología relacionada - pág. 182

Carta primer semestre 2025 - pág. 191

Comentario junio-25 - pág. 200

Visión de los Mercados agosto-25 - pág. 206

Críticas adicionales agosto-25 - pág. 209

Blackstone European Senior Loans - pág. 215

Presentación comercial - pág. 220

Evolución del FIL - pág. 225

Presentación web oficial - pág. 226

Críticas adicionales - pág. 228

Carta julio-25 - pág. 231

Listado de fondos adicionales - pág. 240

Actualización 5-septiembre-25 - pág. 245

Críticas adicionales - pág. 260

Riesgos de reembolso y liquidez - pág. 263

Carta agosto-25 - pág. 271

Listado de fondos adicionales - pág. 278

Ficha de Morningstar - pág 285

Las 10 mayores posiciones - pág. 286

Comentario extensivo agosto - pág. 287

Master Class en Value School - pág. 299

Carta septiembre-25 - pág. 352

Comentario septiembre-25 - pág. 359

Carta octubre-25 - pág. 374

Comentario octubre-25 - pág. 385

Carta noviembre-25 - pág. 398

Comentario noviembre-25 - pág. 405

Carta diciembre-25 - pág.411

Comentario diciembre-25 - pág. 419

Actualización GSA Coral dic-25 - pág. 435

Índice - Volumen 2 - pág. 438

Filosofía del fondo

(Modelo Endowment)

https://t.me/icariapatrimonio

Los *Endowments* son los inversores más grandes y sofisticados del mundo. Estamos hablando de las universidades más grandes del planeta, como pueden ser **Harvard, Yale o Stanford**, que gestionan decenas de miles de millones, de una forma muy concreta. Una forma que lo que busca es, básicamente, obtener **el mayor beneficio posible con el mínimo riesgo asumido.** Ese es el principio básico.

Tradicionalmente, esta tipología de inversión, esta forma de invertir, modelo *Endowment*, no estaba disponible para los inversores minoristas, por el difícil acceso a la parte de inversión alternativa, que engloba invertir en Private Equity, Deuda Privada o Hedge-Funds, nombres que suenan muy raro, pero como veremos, no lo son. Es todo muy sencillo. Con **Icaria Patrimonio FIL**, al inversor se le va a dar acceso a una cartera modelo *Endowment*, que engloba lo que hacen todos los grandes inversores, invirtiendo en fondos que tienen **mínimos de entrada bastante elevados, de varios millones cada uno**, pero que a través del formato FIL de **Icaria Patrimonio**, van a poder acceder a ellos.

Había mucha expectación por un fondo conservador que estuviera realmente diversificado, porque la Renta Variable lleva muchos años alcistas, y muchos están

perdiendo la confianza en que pueda ser un activo para proteger su patrimonio durante la próxima década. Vamos a explicar en qué consiste cada una de las estrategias que incorpora **Icaria Patrimonio FIL**, para entenderlas bien. Es muy probable que la Renta Variable, entendida como MSCI World o S&P500, va a vivir una próxima década muy complicada. En esto coinciden también los grandes Bancos de Inversión en sus previsiones, basándose en parámetros objetivos, como sus actuales rangos de valoración, la futura proyección de rentabilidades esperadas está muy por debajo de la media histórica, y esto no deja de ser pura estadística.

https://t.me/icariapatrimonio

Icaria Patrimonio FIL es un fondo de estilo conservador, que tendrá un perfil de riesgo parecido al de la Cartera Permanente, con una **volatilidad sustancialmente menor** a la de la Renta Variable, y un **drawdown también muy inferior**. Y aquí cabe un matiz; cuando hablamos de volatilidades y drawdowns, comparando el perfil de un Asset Allocation como el de **Icaria Patrimonio FIL**, con el de la Renta Variable, lo hemos hecho con volatilidades y drawdowns también mensuales en la Renta Variable. Por lo tanto, si las volatilidades que calculas para una Asset Allocation como el de este fondo son mensuales y las de la Renta Variable también, estamos comparando manzanas con manzanas. Es exactamente lo mismo. Y aún con esto, la volatilidad es menos de la mitad y el drawdown es de un cuarto el de la Renta Variable, así que **es un fondo de perfil sustancialmente más conservador.**

Vamos a comentar ahora cómo se está comportando **Icaria Patrimonio FIL** este año, a fecha 29 de abril de 2025.

Tenemos **liquidez**, entendido como Letras del Tesoro o pagarés, instrumentos monetarios equivalentes a liquidez de muy corto plazo, que iría en positivo, evidentemente.

Tenemos **Bridge Loans**, que han sido positivos tanto enero, febrero como marzo, los tres meses. Y tendríamos **Senior Loans**, que han sido positivos enero y febrero, con marzo negativo -0,5%, y sigue positivo en lo que va de año. Por lo tanto, las tres primeras categorías las tenemos en positivo.

Tenemos **Hedge-Funds**, que va ligeramente negativo en el año. Por ejemplo, Brevan Howard, que es el Hedge-Fund, top de los que tenemos, que pide un mínimo de 10 millones para poder entrar, lleva un -2% en lo que va de año. Ha recuperado mucho. Abril ha sido un mes muy malo en Renta Variable, es cuando más ha caído, pues ahí Brevan Howard es cuando más ha subido. En el mes de abril, Brevan Howard lleva un 3,63%.

La parte de **Infraestructuras** va ligeramente positiva en lo que va de año. No va más positiva por el dólar, porque tenemos activos denominados en dólares, y el dólar este año lleva en torno a un -10%.

La parte de **Real Estate**, que en este caso principalmente va a ser el fondo de GSA Coral, lleva en positivo tanto enero, como febrero y marzo, todo el año.

La parte de **Private Equity** va positiva en lo que va de año, pero marzo ha sido negativo, alrededor de -1,3% aproximadamente, con enero y febrero positivos.

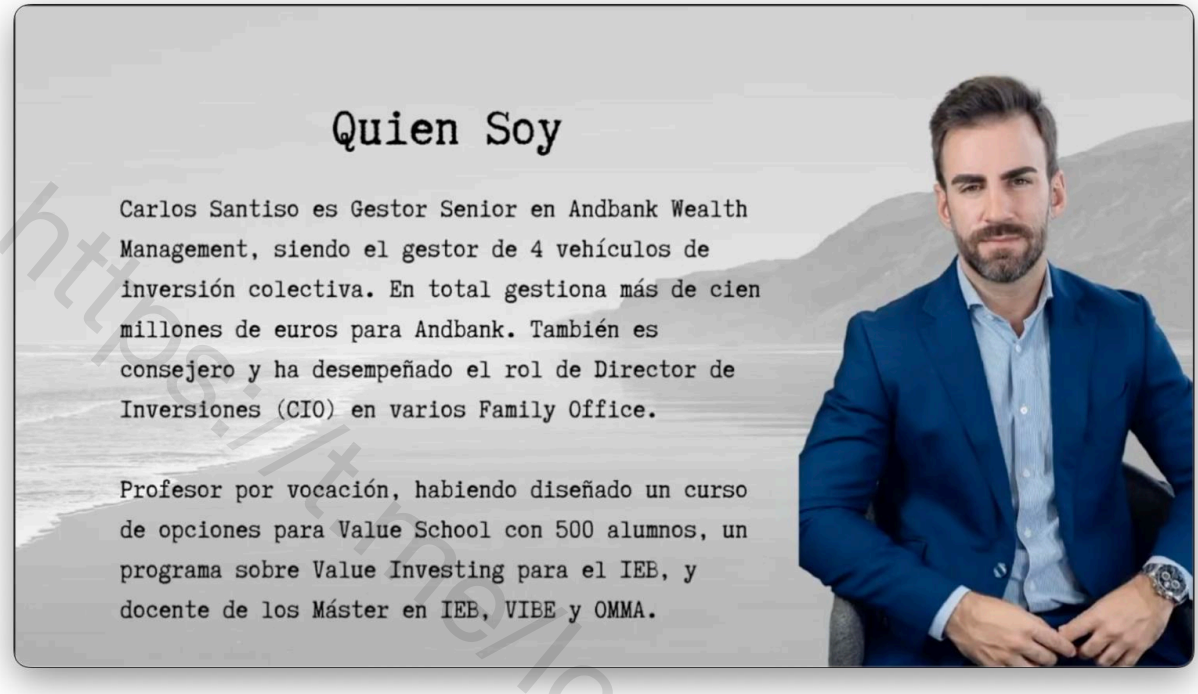
Y la parte de **Renta Variable**, evidentemente, con el comienzo de 2025 tan convulso que hemos tenido, va negativa en la gran mayoría de casos. Hay algunos fondos que no, pero en agregado, va en negativo.

Así que **Icaria Patrimonio FIL** va en positivo con muchos activos en lo que va de año, incluso en marzo, otros activos no, y el resultado agregado es, para el contexto actual,

https://t.me/IcariaPatrimonio

muy bueno. Ese es el resumen que se podría hacer de la situación actual, que tampoco debería sorprender, es lo esperado para un fondo como **Icaria Patrimonio FIL**.

Vamos ahora a intentar comprender cada una de las estrategias que componen el fondo.

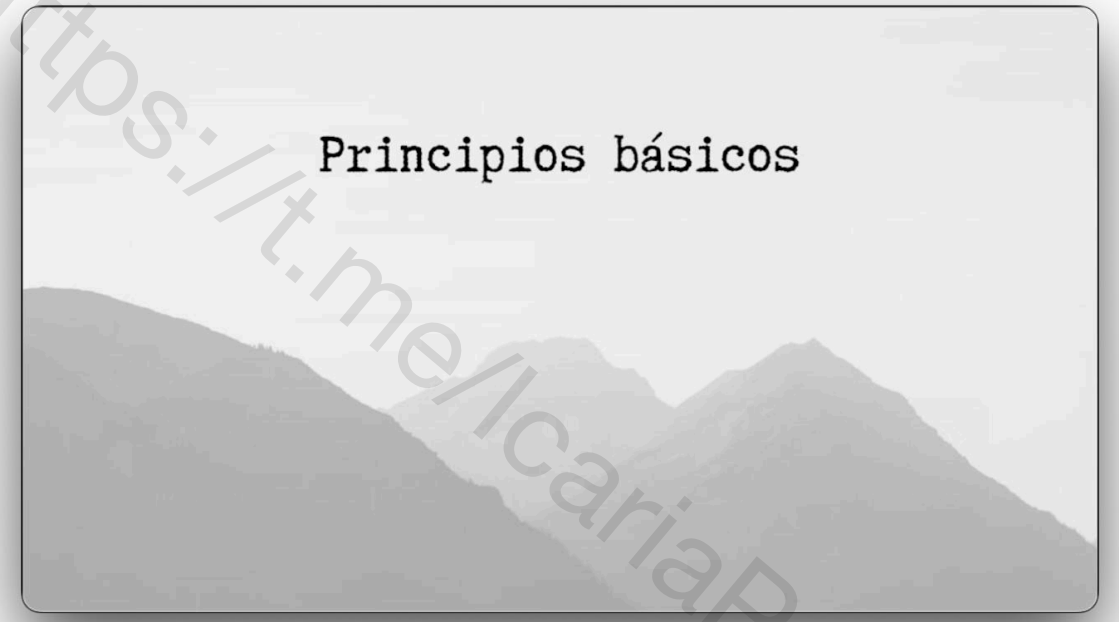


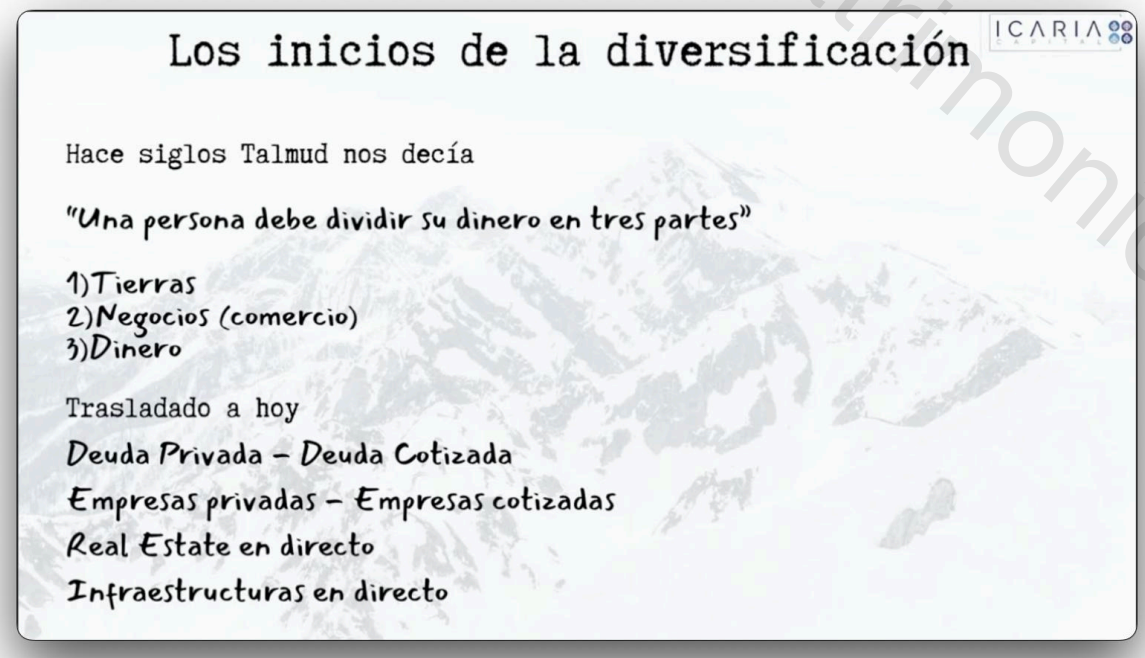
Pero antes, voy a presentar un poco quién soy y lo que hago. Trabajo para Adbank desde hace siete años, gestionando más de 100 millones de euros, también soy profesor en varias escuelas de finanzas, y he sido, y esta es la parte más relevante que nos atañe hoy, Director de Inversiones de dos Family-Office, en los cuales hacía exactamente lo mismo que voy a hacer en este fondo. De ahí viene mi conocimiento. Y sí que es cierto que uno de los comentarios críticos es que los Endowments tienen un equipo amplio de inversión. En este caso no sólo soy yo. Trabajo para un banco grande y tengo mucha ayuda, mucha asistencia. Pero debo decir que no invertimos para este fondo exactamente igual que un Endowment, porque un Endowment, por ejemplo, escogería los fondos concretos de Private Equity. Y nosotros en cambio invertimos, por ejemplo, en el fondo de Partners Group, que es uno de los fondos de los mejores de Europa, de una gestora Suiza que es Top 3 a nivel europeo, que tiene su propio equipo de inversiones que selecciona las mejores inversiones para Partners Group. Es decir, nosotros hacemos la Due Diligence del equipo y comité de inversiones de Partners Group, que es tremendamente amplio para que ellos hagan ese trabajo.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Por lo tanto, debajo de la selección y expertise que tenemos para el fondo de **Icaria Patrimonio FIL**, están los comités de cada una de las gestoras y fondos que nosotros escogemos, a veces con cientos de personas por debajo. Ese es el matiz con respecto a un Endowment tradicional. Esto es más sencillo que lo que suele hacer realmente un Endowment, porque un Endowment gestiona 50.000 millones y no puede entrar en algunos casos en los mismos fondos. Tiene más dificultad para encontrar oportunidades de inversión, que es una de las limitaciones que tienen los grandes Endowments.

https://t.me/IcariaPatrimonio





Lo que nosotros proponemos en **Icaria Patrimonio FIL** viene de muy lejos, no es nada nuevo. Es algo que tiene su origen hace miles de años. Con toda la sensatez del mundo, el Talmud nos decía y nos dice, que una persona debe dividir su dinero en tres partes; tierras, negocios y dinero. Y esto, que es puro sentido común, sigue estando vigente hoy.

En nuestro caso, ¿cómo dividimos el patrimonio de quien tenga la oportunidad de invertir en el fondo? Parte va a ir en Deuda Privada, que es dinero, el dinero es deuda, por lo tanto ahí tenemos una parte. Otra parte va a ir en empresas privadas y empresas cotizadas, que son negocios, y otra parte va a estar en Real Estate e Infraestructuras, que son tierras. Seguimos el mismo esquema que funcionaba hace más de mil años, que sigue funcionando hoy y que funcionará dentro de mil años, porque es puro sentido común. No hay ciencia aeronáutica detrás de esto.

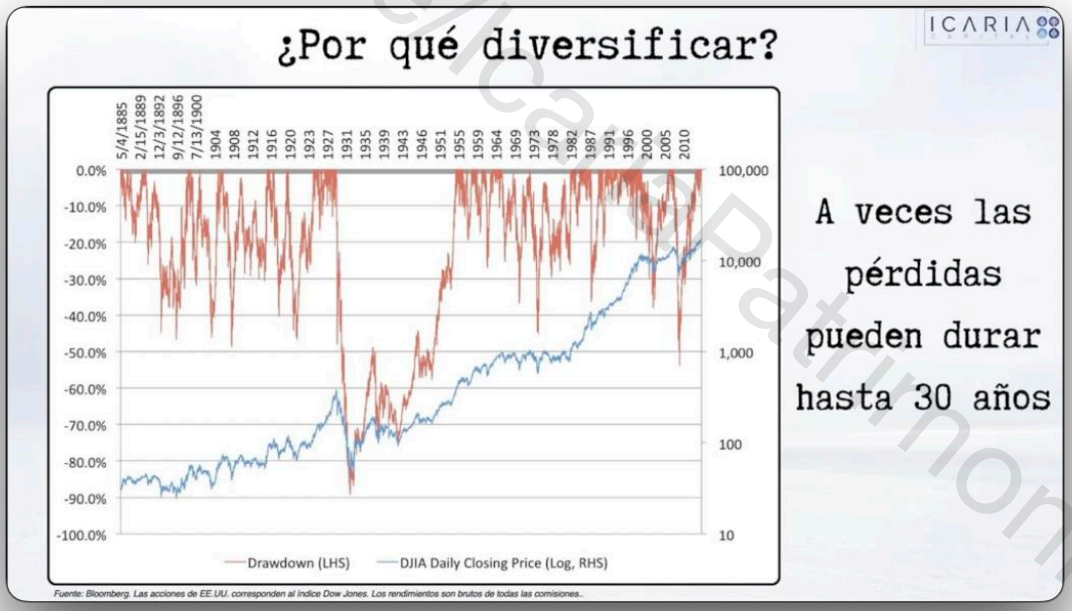
¿Por qué un modelo que combina activos que tienen un perfil de riesgo conservador? Debemos hacer hincapié en que este no es un fondo que busca obtener un retorno significativamente superior a la Renta Variable. El foco no es la rentabilidad. **El objetivo del fondo es obtener la mayor rentabilidad posible por unidad de riesgo asumida.** Es decir, el foco del fondo está en el ratio de Sharpe, que es cuánta rentabilidad obtengo por volatilidad asumida. Ese es el foco.

Sobre las inversiones alternativas se ha dicho que no generan alfa. Pero desde un punto de riesgo, y esto es un hecho objetivo indiscutible, un fondo de Private Equity centrado en el sesgo más conservador, como puede ser buyout, excluyendo Venture Capital, en la crisis de 2008 cae menos de un 15%. En cambio, la Renta Variable cae un 45%. Desde el punto de vista del riesgo, caer un 15% en vez de caer un 45%, nos aporta un valor añadido enorme. A mí y a los miles de clientes que he conocido a lo largo de mi carrera profesional. Y por otro lado, la volatilidad mensual de esos fondos, comparada con la volatilidad de la Renta Variable, es la mitad. Por lo que, desde ese punto de vista, también aporta muchísimo valor. Si un partícipe obtiene la misma rentabilidad, con una volatilidad de menos de la mitad y un drawdown de un tercio, va a estar más que satisfecho como inversor. Eso lo firmábamos todos. Por lo que hemos podido ver, todos los inversores, por muy agresivos que se crean, cuando llega una crisis formal de más del 30% prolongada, lo pasan mal. Muy mal. Entonces, **lo que se busca es mejorar esa relación entre rentabilidad y sufrimiento.** La respuesta viene por sí misma. Algunos

https://t.me/IcariaPatrimonio

pueden analizar desde el punto de vista del alfa, entendido como rentabilidad adicional a la Renta Variable, pero si lo analizamos desde un espectro más racional, que es **cuánta rentabilidad obtengo por el sufrimiento que he tenido**, es indiscutible el valor de **Icaria Patrimonio FIL**.

En este caso, nosotros invertimos en fondos con liquidez mensual. El hecho de que los fondos tengan liquidez mensual conlleva que tengan que dar liquidez mensual a los reembolsos. Por lo tanto, las valoraciones que tenemos mensualmente son muy precisas, porque tienen que dar capital a cambio de las salidas. Y eso es una parte importante. Todos los fondos mensuales que incluimos no han tenido ningún evento temporal en el que paralicen los reembolsos durante un periodo de tiempo. Siempre han atendido a sus reembolsos mensuales. Esto es una parte muy importante, porque para mí, que un fondo tenga liquidez mensual o que obtengas tu capital en un periodo de dos meses, si inviertes a largo plazo, no debería ser una gran barrera.



Al final es lo que vemos aquí, en un mundo como el actual, la mayor parte de la gente piensa que puede soportar las pérdidas que implica invertir en renta variable. La realidad es que Harvard, Yale, Stanford o **los inversores más grandes del mundo no invierten el 100% de su patrimonio en Renta Variable**, precisamente porque no quieren soportar la volatilidad que vemos aquí. ¿Por qué utilizar un modelo Endowment como el que estamos comentando? Por lo que vemos en esta imagen. Las caídas de la Renta Variable

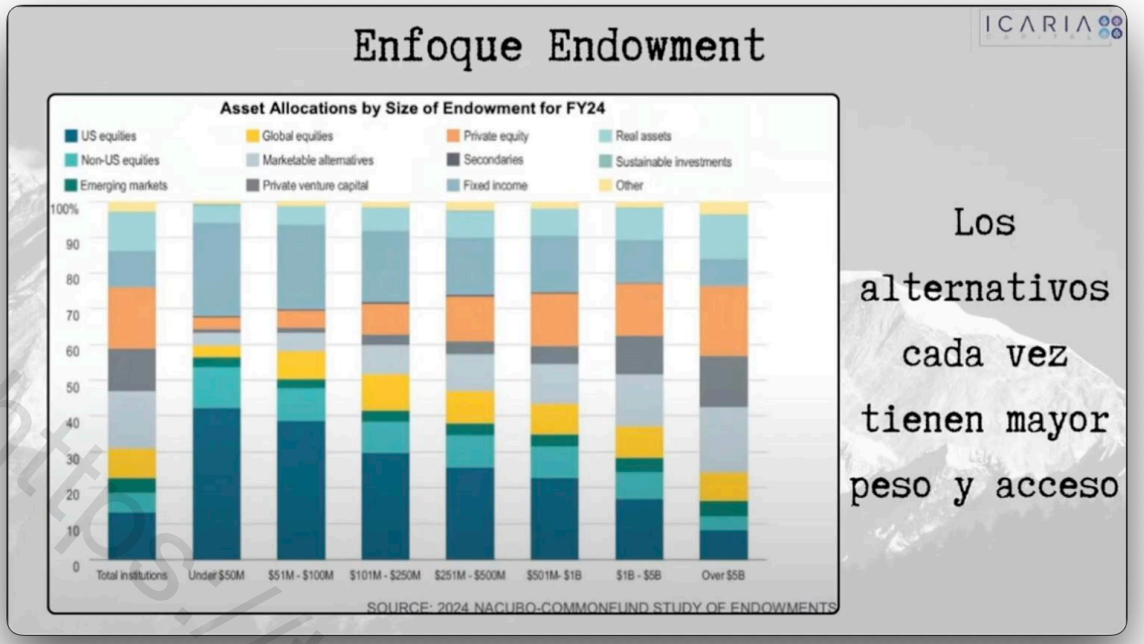
https://t.me/IcariaPatrimonio

desde el año 1885. Podemos ver más de diez momentos donde la Renta Variable ha perdido más de un 40%. Y la experiencia nos dice, después de relacionarnos con una gran cantidad de clientes, que los clientes en realidad no están dispuestos a asumir esa volatilidad, y que esa volatilidad les lleva a tomar decisiones erróneas. Ese es el motivo por el que siempre centramos nuestros esfuerzos en fondos de corte conservador, como es la Cartera Permanente, que en el peor drawdown de su historia, en el año 2022, la apenas cayó un 12%. Nada que ver con el 50% que ha caído la Renta Variable en una recesión como 2008, o el 35% que cayó en el COVID. El modelo *Endowment* lo que básicamente consigue es obtener **una rentabilidad equivalente o superior a la de la bolsa, con un riesgo aproximadamente de un tercio**. Ese es el punto clave.

El FIL de **Icaria Patrimonio** pretende invertir en lo mejor de lo mejor, gestoras con más de 30 años de track-record auditado, haciéndolo increíblemente bien, en fondos de muy difícil acceso, porque los mínimos suelen ser de varios millones, para construir una cartera de la misma forma que lo construyen **los inversores más sofisticados del planeta**, a través de los mejores fondos y las mejores gestoras.

La idea es que el camino sea invertir en **Icaria Patrimonio FIL** y estar despreocupado a lo largo de toda la vida de tu inversión. Por ejemplo; **en una de las mejores gestoras del mundo**, con un fondo que existe **desde el año 2003 y sólo ha tenido un año en pérdidas**. Y lo mejor de todo es que cuando la renta variable ha caído, este fondo ha tenido subidas del veintipico por ciento, con rentabilidades anualizadas del 9%. Increíble.

https://unaicariapatrimonio



Lo que vemos aquí es una evolución, desde menos patrimonio bajo gestión, es decir inversores con menos patrimonio (menos de 250 millones) hasta más de cinco mil millones.

Y lo que vemos es que, conforme nos vamos a más patrimonio, el porcentaje de lo que hay invertido en los diversos activos, va variando, y la conclusión es que, **cuánto más patrimonio bajo gestión hay**, y por lo tanto más posibilidades de recursos, **más capital se destina a inversión alternativa**. Llegando a ser más o menos un 50% del total.

Por lo tanto, tendríamos un 50% de inversión tradicional y un 50% en inversión alternativa, entendido como Private Equity, que es como bolsa pero de empresas no cotizadas, también Deuda Privada, que es lo mismo que renta fija sólo que deuda de empresas que no cotizan. También tenemos aquí Hedge-Funds, Letras del Tesoro y Real Assets. El fondo de **Icaria Patrimonio FIL** será una réplica de lo que hace aquí Stanford.

Es un modelo que, **cuanto más patrimonio** bajo gestión tienes, **más se utiliza**. Pero eso no significa que en patrimonios más bajos no se utilice. ¿Por qué? Pues porque hace diez años, por ejemplo, los fondos alternativos no eran accesibles para mucha gente. Pero si vemos las cotizaciones de las empresas que se dedican a proporcionar vehículos alternativos, como pueden ser **KKR**, **Blackstone** o **Apollo**, vemos que han multiplicado

https://t.me/icariaPatrimonio

su rentabilidad por muchísimas veces los últimos 10 años. ¿Por qué? Porque la inversión alternativa ha crecido con mucha fuerza, y cada vez es más accesible. Dentro de 5 o 10 años, lo que vemos en la imagen de arriba, será normal que el 50% del patrimonio esté en activos alternativos para carteras de apenas 500.000 €. Es ahí hacia dónde vamos. Por las características que comentábamos al principio. Porque **desde el punto de vista del sufrimiento**, volatilidad y drawdown, **es todo más tranquilo**.

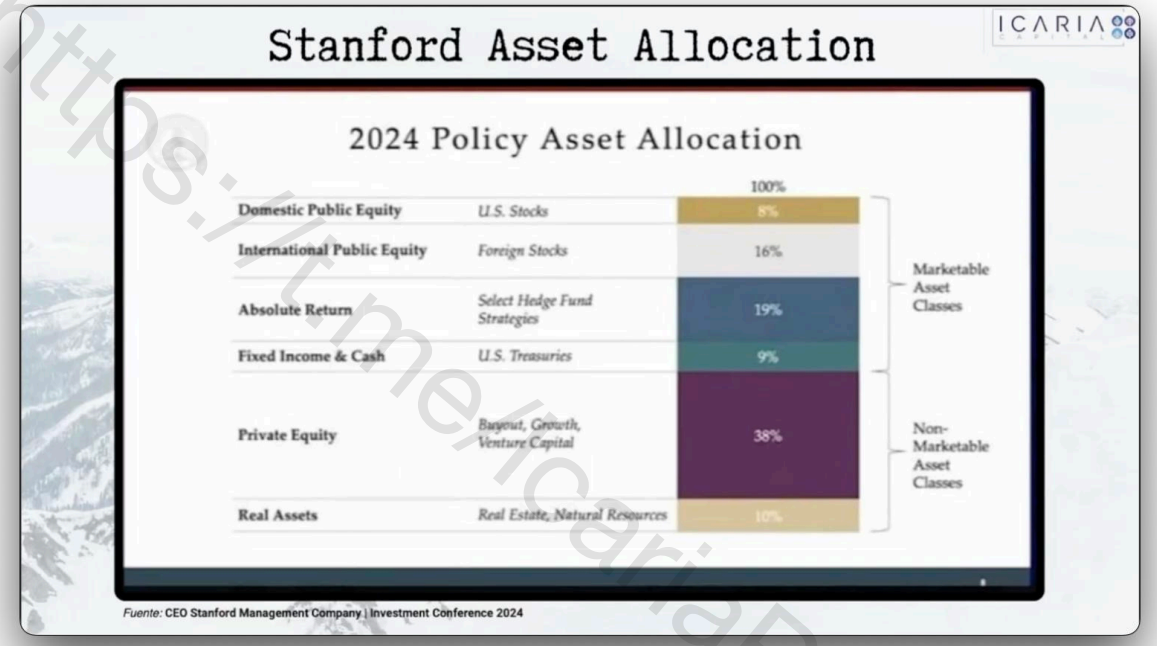
Cuando alguien invierte todo su patrimonio en bolsa, si tiene una caída del 50%, lo pasa fatal. Es una realidad. No duerme, está estresado, eso le lleva a tomar malas decisiones, es un sinvivir. Pero cuando alguien tiene invertido todo su patrimonio en inmuebles y viene una caída del 50%, probablemente sus inmuebles sufran una caída de un 30%, pero no se entera y no sufre. Digamos que, en este caso, la iliquidez es su gran amiga, le hace estar más tranquilo, porque sabe que tiene un activo real que le respalda.

En el caso de las inversiones alternativas, es exactamente igual. De hecho, la parte más irracional es la Renta Variable, donde hace apenas tres semanas, en un solo día, empezó el EuroStoxx cayendo un 9% para, en un determinado momento del día, subir un 2%. Es decir, **un movimiento del 11% en un solo día**, que es superior a la rentabilidad media anual que obtiene el propio Euro Stoxx. En un día tuvo el movimiento de la rentabilidad de todo un año. Para mí eso es lo irracional.

Tienen mucha más racionalidad los activos alternativos que los activos cotizados. Porque en los activos cotizados con liquidez diaria, entran en juego las emociones en tiempo real. Y eso es una gran desventaja. Tengo un ejemplo muy claro de esto; uno de los Hedge-Funds que nosotros tenemos es Brevan Howard, que es de mis favoritos. En el año 2008 Brevan Howard subió en dólares un 20%, mientras que la Renta Variable cayó un 55% desde máximos. Pues hay una empresa que cotiza en Reino Unido, cuyo único activo es el fondo de Brevan Howard. Es decir, una empresa que lo único que tiene dentro, es el 100% del fondo de Brevan Howard, que es propiedad de esa empresa, de uno de los fundadores. Estamos hablando de una empresa sin deuda, que lo único que tiene es el fondo de Brevan Howard. ¿Qué debería de hacer la cotización de esa empresa? Lo que haga el fondo, lógicamente. ¿Cuál es el problema aquí? Que esa empresa cotiza como una acción, así que en el año 2008, mientras el fondo de Brevan Howard subía un 20% en dólares y un 50% en euros, la empresa que sólo tiene el fondo de Brevan Howard cayó un 20%. Estamos hablando de una diferencia de más del 50%

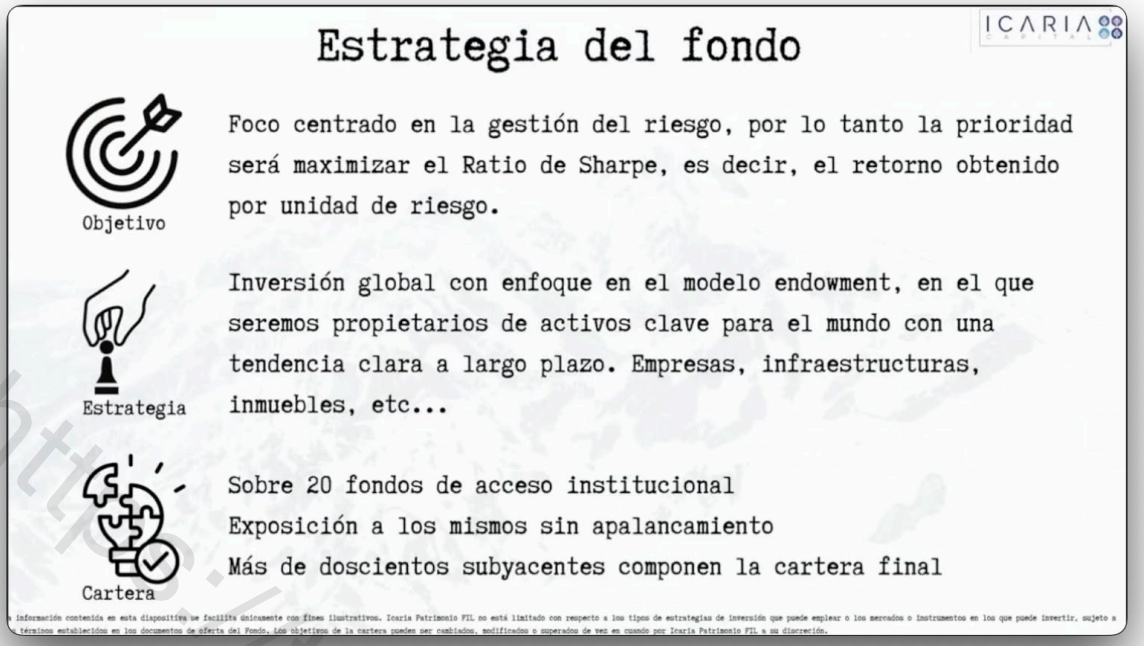
https://t.me/LeerlaPatrimonio

entre lo que hizo el fondo y lo que hizo la acción. Una locura. Esto te lleva a pensar, ¿dónde está la irracionalidad? en la parte emocional de la Renta Variable. La conclusión es que **la iliquidez de algunos activos es algo positivo**, porque la irracionalidad que se puede ver en determinados días en la Renta Variable es extrema, y no todo el mundo está capacitado para soportarla. Como dijo el economista Keynes, una frase ya clásica entre inversores; **“Los mercados pueden mantener su irracionalidad más tiempo del que tú puedes mantener tu solvencia”.**



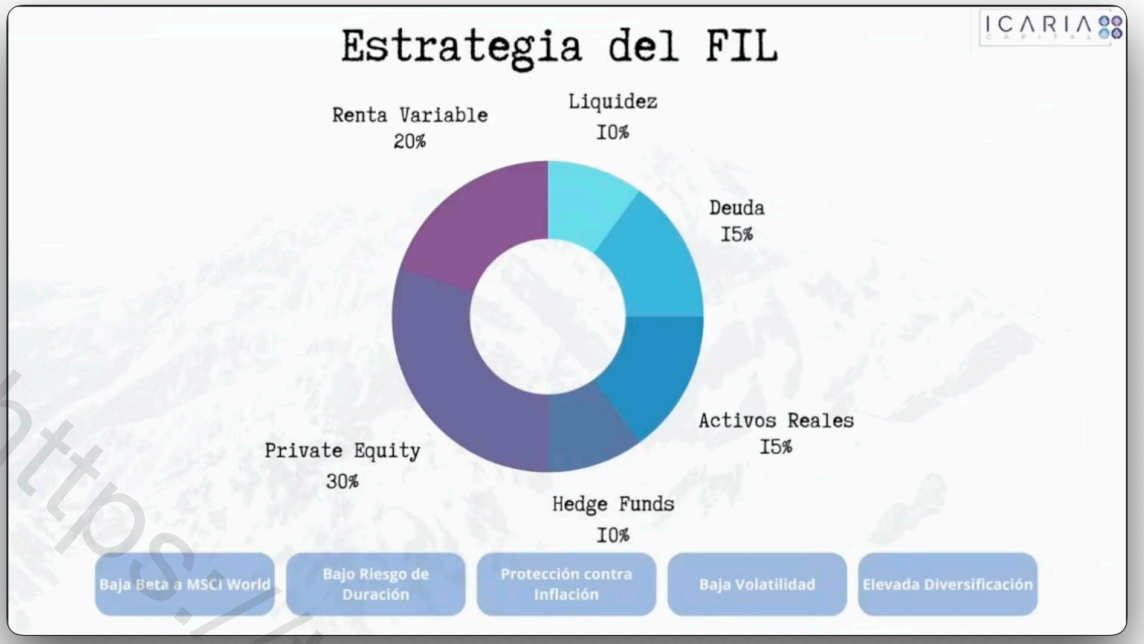
Aquí tenemos el Asset Allocation de un Endowment como Stanford, gestionando 30 mil millones de dólares, que destina aproximadamente el 50% de sus activos a activos alternativos.

https://t.me/IcariaPatrimonio



https://t.me/IcariaPatrimonio

En **Icaria Patrimonio FIL**, lo más importante es **obtener una rentabilidad satisfactoria con el mínimo riesgo asumido**. Maximizar el binomio rentabilidad-riesgo. Ese es el objetivo del fondo. Su objetivo no es generar la máxima rentabilidad, sino obtener la máxima rentabilidad por unidad de riesgo asumido, que es algo muy diferente. El interés principal de **Icaria Patrimonio FIL** es que los partícipes estén tranquilos durante su camino como inversores. Que lo podrán ver desde el inicio, el comportamiento será muy tranquilo. No va a haber que esperar para verlo. **El modelo *Endowment* es puro sentido común**. Es lo que hablábamos al principio. Poseer tierras, negocios y dinero. **Icaria Patrimonio FIL** va a partir de esas premisas, y estamos hablando de que seremos propietarios de empresas cotizadas y no cotizadas, de deuda cotizada y no cotizada, de inmuebles y de infraestructuras. **Icaria Patrimonio FIL se compondrá de unos 20 fondos**, que mayoritariamente son de acceso únicamente para grandes instituciones, sin apalancamiento ninguno, con más de 200 subyacentes por debajo. Es decir, cuando inviertes en **Icaria Patrimonio FIL**, tienes **cientos de activos diversificados para optimizar y maximizar la relación rentabilidad/riesgo**.



La composición será aproximadamente esta. **Liquidez**, en forma de letras del tesoro pagarés. **Deuda**, mayoritariamente en forma de deuda privada. **Activos Reales**, como inmobiliario e infraestructuras, pero también podría haber otros en determinado momento que cumplan el criterio de activos reales. **Hedge-Funds**, que luego explicaremos. **Private Equity,** que son empresas privadas, exactamente lo mismo que las cotizadas que hay en bolsa. Y **Renta Variable**.

Las características principales de **Icaria Patrimonio FIL**;

1-Baja beta a MSCI World. Cuando Icaria Patrimonio FIL caiga, caerá mucho menos que el MSCI World, cuando el MSCI World suba, subirá algo menos. El resultado final sería obtener un rendimiento parecido, pero con un camino infinitamente más tranquilo.

2-Bajo riesgo de duración, los Tipos de Interés apenas afectarán a Icaria Patrimonio FIL. De hecho, 2022 fue un buen año para Icaria Patrimonio FIL, cuando cayó prácticamente todo.

3-Protección contra la inflación, porque los activos reales protegen muy bien contra la inflación. La parte de Senior Loans en Deuda Privada va vinculada a los tipos de interés,

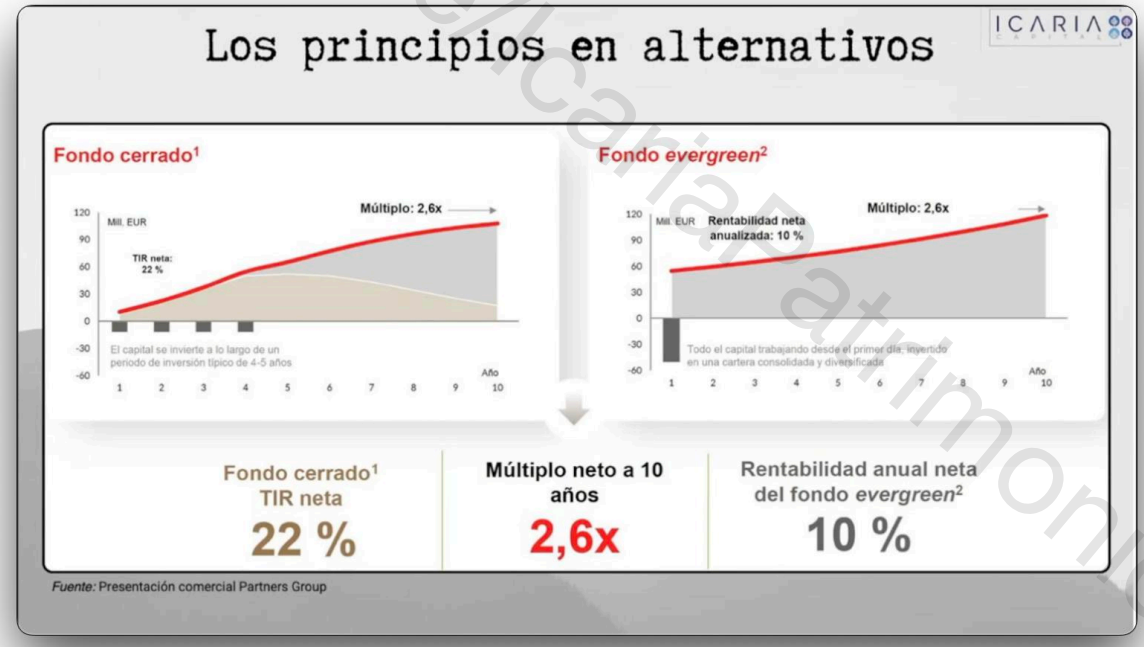
https://t.me/IcariaPatrimonio

por lo tanto cuando suben lo hace bien, porque son tipos de interés variables, esa es una característica importante.

4-Baja volatilidad, por las características que comentaba al principio.

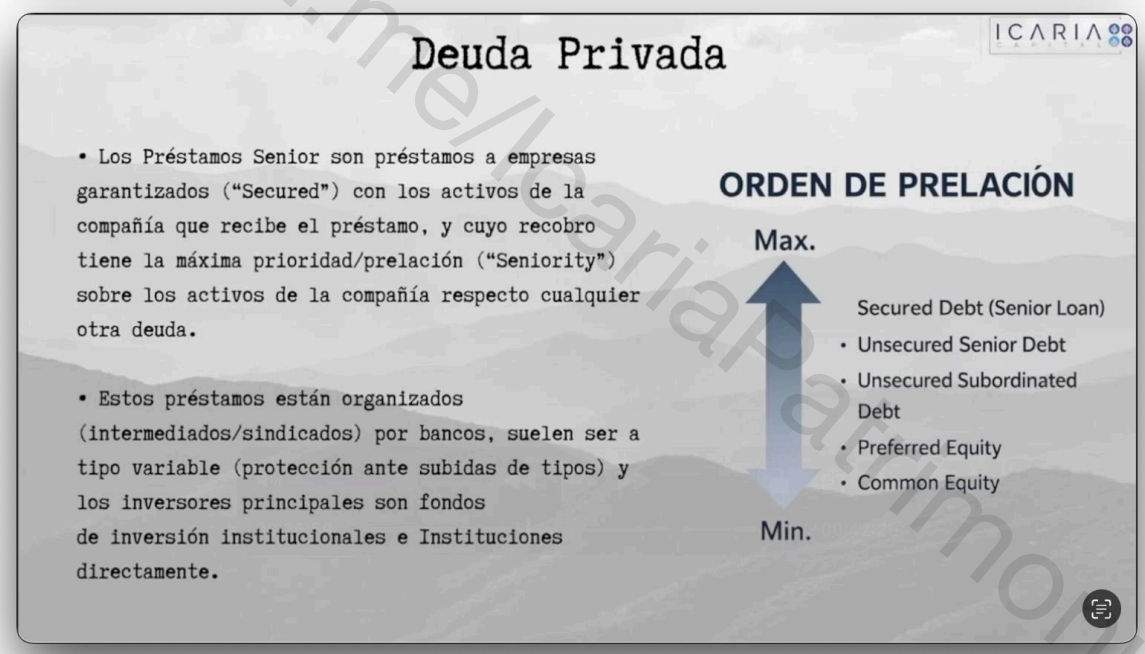
5-Elevada diversificación, porque al tener este fondo, lo que tienes son algunos de los mejores fondos del mundo, eso es indiscutible. Luego veremos el Track-Record, fondos de muy difícil acceso para el inversor particular.

Y repartido en dinero, en deuda, en muchos activos con colaterales que protegen esa deuda, en activos reales como son inmuebles e infraestructuras y en empresas. Todo esto es lo que a mí personalmente, si tuviese un patrimonio de 30 millones de euros, es lo que me gustaría tener. No me gustaría tener todo en Renta Variable, ni todo en inmuebles. Me gustaría tener una mezcla de activos que por sentido común **sabemos que lo harán siempre bien, en el largo plazo**. Y ese es el objetivo del fondo.



¿Por qué utilizamos fondos Evergreen de Private Equity en lugar de fondos cerrados? Porque los fondos cerrados, funcionan con Capital Calls y no tienen liquidez hasta pasados 10 años o más, por lo que desde un punto de vista de estructurar el capital, es más complejo. Mientras que los fondos Evergreen tienen liquidez mensual y desde el primer momento estás 100% invertido. Tienen una rentabilidad muchísimo más transparente que los fondos cerrados, que son un poco engañosos cuando anuncian sus TIR.

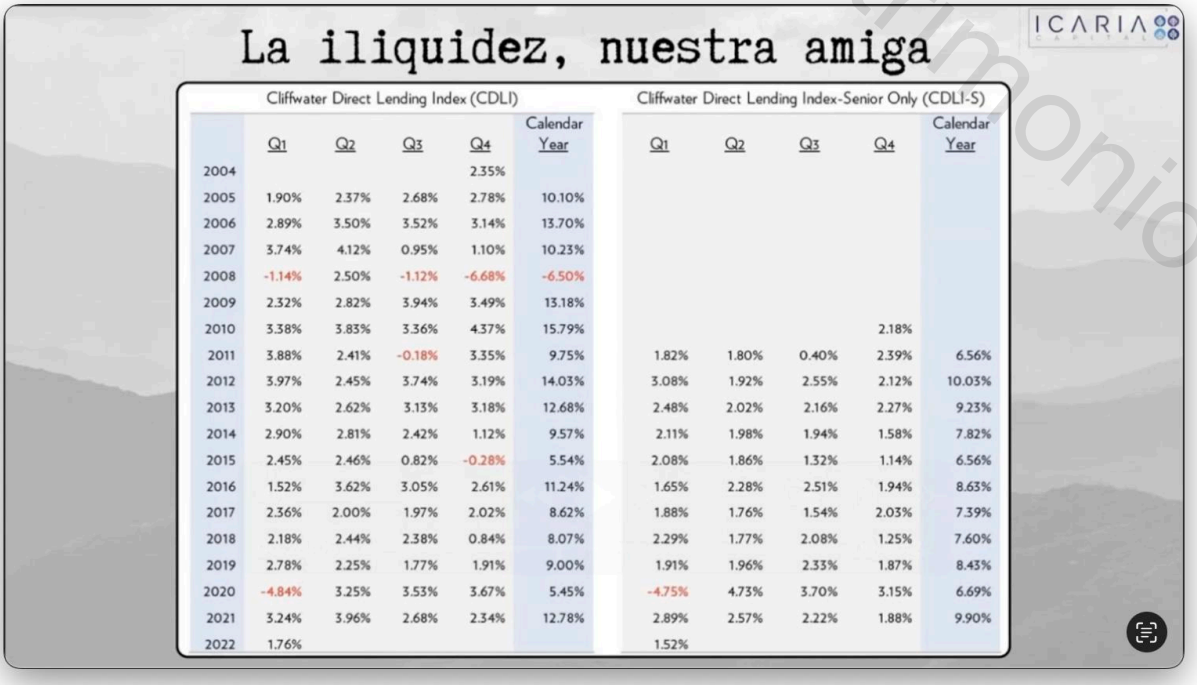
https://t.me/icaria_patrimonio



https://t.me/IcariaPatrimonio

Vamos a entrar en lo que ya hemos comentado, pero más en profundidad. **Deuda Privada**. ¿Qué es Deuda Privada? Cuando inviertes en un fondo de Renta Fija, obtienes deuda de una empresa. Tu único respaldo frente a esa deuda, es la garantía que tienes de que la empresa no quiebre. Pero si la empresa quiebra, tienes que esperar a cobrar en función de tu orden. Eso, en los fondos de Renta Fija que tiene la mayor parte de la gente, que son los fondos en teoría más conservadores. Cuando invertimos en Deuda Privada, el abanico de opciones es mucho más amplio, pero **Icaria Patrimonio FIL** sólo invierte en el espectro más conservador de la Deuda Privada, en el espectro menos

volátil, que sería **Bridge Loans** y **Senior Loans**. En el caso de los fondos en los que invierte **Icaria Patrimonio FIL**, seríamos los primeros a la hora de cobrar. Si hubiese una quiebra del acreedor, al igual que en los fondos de Renta Fija que tiene la gente, hay una lista de espera. Y la mayor parte de los fondos que tiene la gente son Senior Unsecured y Subordinated Unsecured, es decir, serían el segundo o el tercero en cobrar. En cambio, los fondos que componen **Icaria Patrimonio FIL**, son los primeros de la lista. Es decir, cuando se produce, que no se suele producir, es un caso totalmente minoritario, eres el primero en cobrar. Y además de esa seguridad, en cualquier caso, tenemos un seguro adicional, en forma de colateral. Esto significa que ponen como aval un activo clave de la empresa, que tiene un valor superior al de la deuda que se asume. Esto se llama "*loan to value*". En el caso de que haya una insolvencia, se tiene el activo, y es el primero para cobrar y hacer frente a esa deuda. Es decir, **tienes una protección adicional** con respecto a la mayor parte de la gente que invierte en fondos de Renta Fija tradicionales. Estás mucho más protegido y cobras antes. Y esto hace que el inversor esté **mucho más protegido que con un bono al uso**, porque además de la caja de la empresa, tiene en garantía los activos de la empresa. Desde este punto de vista **es más conservador todavía de lo que podría ser un bono** del mismo rating. Este mundo era un mercado 100% bancario, donde accedían únicamente los grandes bancos, pero desde la regulación de Basilea, se ha abierto a más inversores.



	Q1	Q2	Q3	Q4	Calendar Year	Q1	Q2	Q3	Q4	Calendar Year
2004				2.35%						
2005	1.90%	2.37%	2.68%	2.78%	10.10%					
2006	2.89%	3.50%	3.52%	3.14%	13.70%					
2007	3.74%	4.12%	0.95%	1.10%	10.23%					
2008	-1.14%	2.50%	-1.12%	-6.68%	-6.50%					
2009	2.32%	2.82%	3.94%	3.49%	13.18%					
2010	3.38%	3.83%	3.36%	4.37%	15.79%				2.18%	
2011	3.88%	2.41%	-0.18%	3.35%	9.75%	1.82%	1.80%	0.40%	2.39%	6.56%
2012	3.97%	2.45%	3.74%	3.19%	14.03%	3.08%	1.92%	2.55%	2.12%	10.03%
2013	3.20%	2.62%	3.13%	3.18%	12.68%	2.48%	2.02%	2.16%	2.27%	9.23%
2014	2.90%	2.81%	2.42%	1.12%	9.57%	2.11%	1.98%	1.94%	1.58%	7.82%
2015	2.45%	2.46%	0.82%	-0.28%	5.54%	2.08%	1.86%	1.32%	1.14%	6.56%
2016	1.52%	3.62%	3.05%	2.61%	11.24%	1.65%	2.28%	2.51%	1.94%	8.63%
2017	2.36%	2.00%	1.97%	2.02%	8.62%	1.88%	1.76%	1.54%	2.03%	7.39%
2018	2.18%	2.44%	2.38%	0.84%	8.07%	2.29%	1.77%	2.08%	1.25%	7.60%
2019	2.78%	2.25%	1.77%	1.91%	9.00%	1.91%	1.96%	2.33%	1.87%	8.43%
2020	-4.84%	3.25%	3.53%	3.67%	5.45%	-4.75%	4.73%	3.70%	3.15%	6.69%
2021	3.24%	3.96%	2.68%	2.34%	12.78%	2.89%	2.57%	2.22%	1.88%	9.90%
2022	1.76%					1.52%				

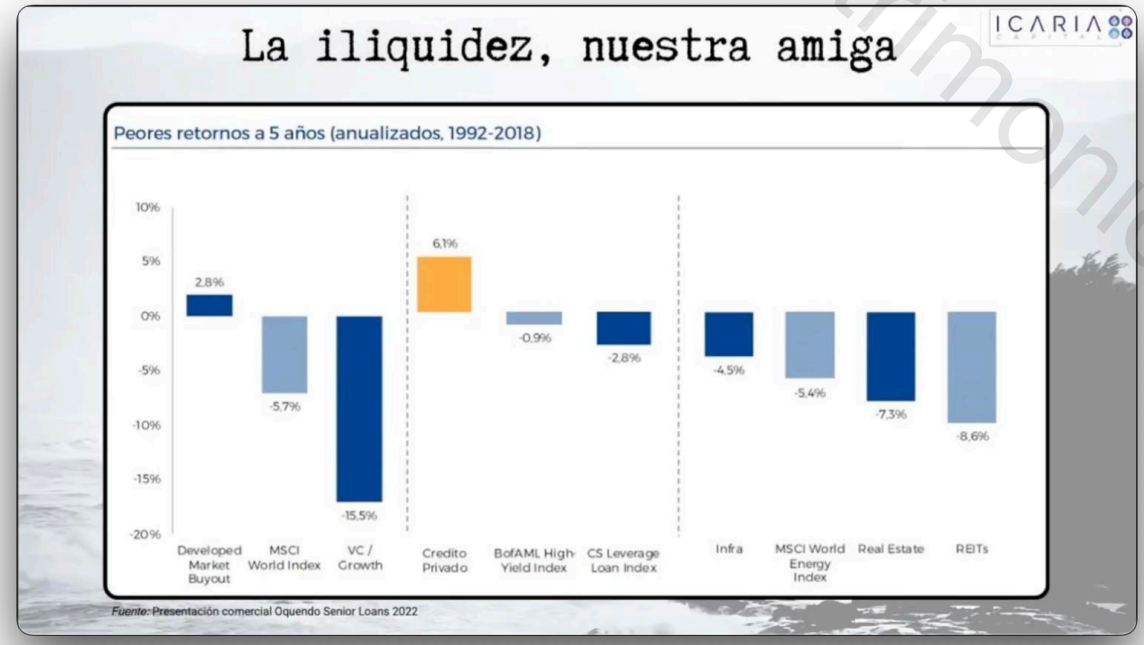
https://t.me/IcariaPatrimonio

Esto es el índice de **Cliffwater Direct Lending**. No es un fondo concreto, pero el comportamiento, como vemos, es tremendamente estable. La Deuda Privada, la categoría más conservadora, tiene un comportamiento muy, muy estable. Vemos que **tan sólo ha tenido un año en pérdidas**, que ha sido 2008. **Renta Fija tradicional, en 2008, tuvo pérdidas de más del doble de lo que vemos aquí con la Deuda Privada.**

Las pérdidas, cuando se dan, **son mucho más contenidas que en Renta Fija** y, en cambio, **en las subidas también es más rentable**. Por lo tanto, en el largo plazo **vamos a obtener una rentabilidad superior con un riesgo menor**, con una volatilidad y un drawdown inferior.

¿Y por qué paga más? Pues por su carácter más ilíquido. Un bono puede venderse en el día, tiene bastante liquidez dependiendo de la emisión, y un bono de una empresa que no cotiza es más difícil de colocar. Pero todo aquel cuya vocación sea invertir a largo plazo, y ese es un poco el requisito indispensable para invertir en bolsa en esta tipología de fondos, se beneficia de esa mayor iliquidez, percibiendo una mayor rentabilidad.

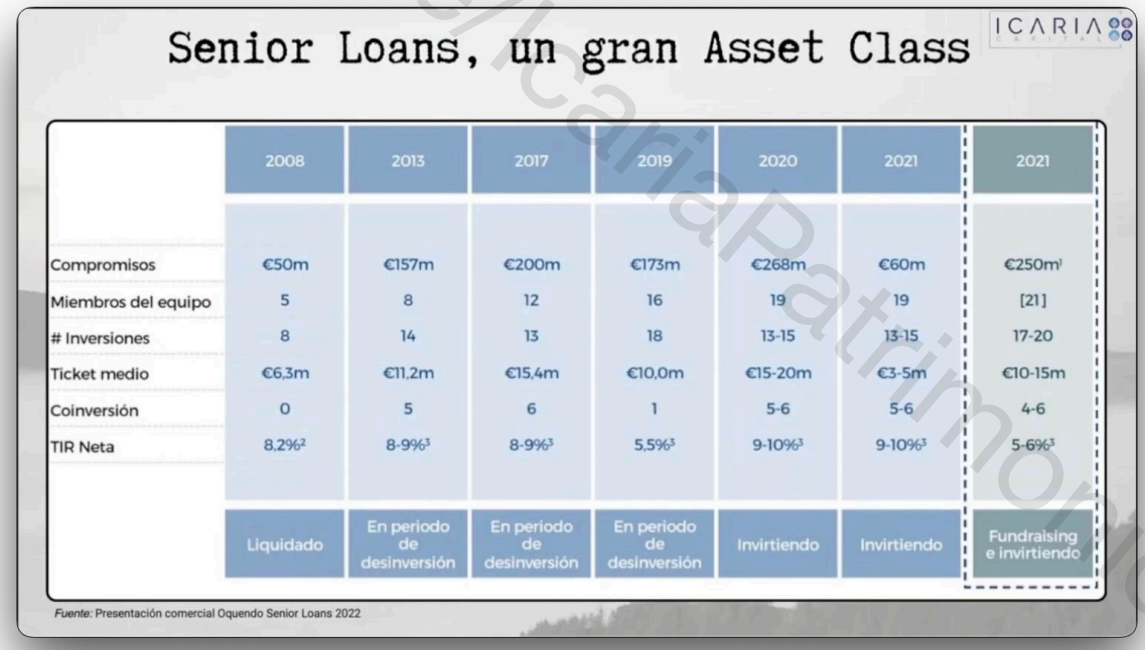
Los fondos en los que invierte **Icaria Patrimonio FIL**, tienen liquidez mensual o trimestral. Es decir, que si se necesita el capital, se puede vender con periodicidad trimestral, y así el retorno que obtendremos va a estar por encima, con una volatilidad significativamente inferior.



Extracto informativo Icaria Patrimonio

Lo que vemos aquí son **los peores retornos a cinco años** desde 1992. Es decir, desde el 92 al 18 cogemos del 92 al 97 del 93 al 98 del 94 al 99, todos los periodos de cinco años. Y la peor de las rentabilidades en Crédito Privado **ha sido en torno a un 6%**. En cambio en renta variable, en el MCSI World ha sido un -5,7% de pérdidas. Estos son porcentajes anualizados. Algo Increíble.

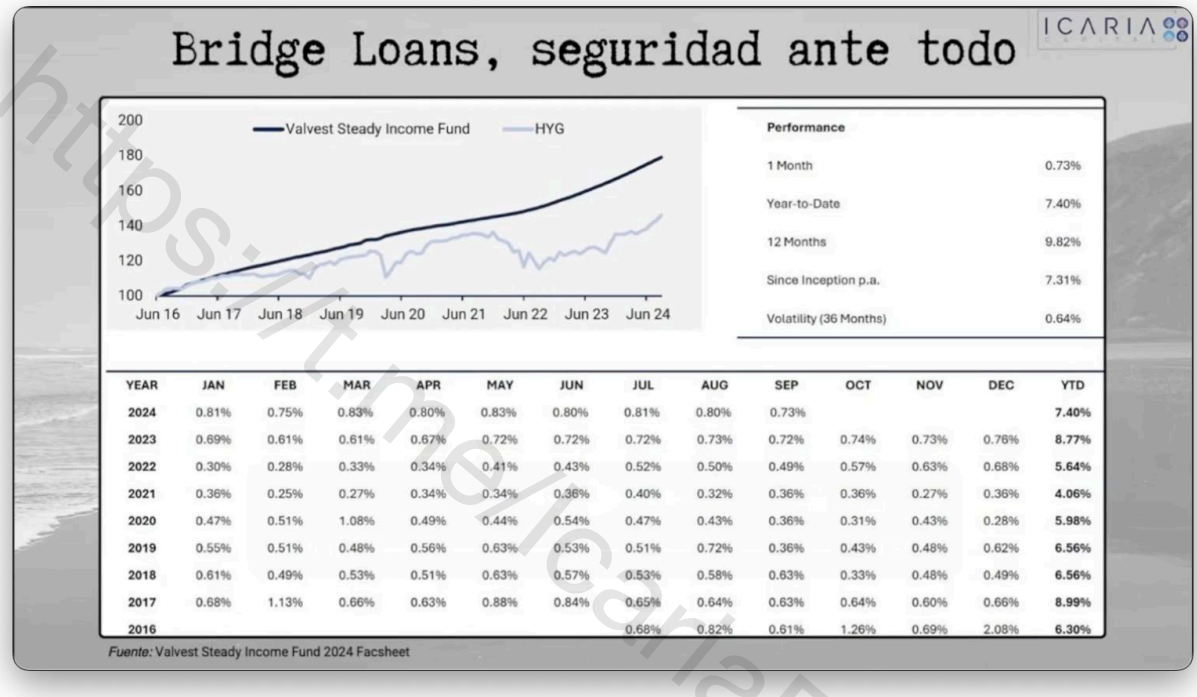
Vemos que es una categoría de activo que a un plazo de incluso tres años, es muy difícil tener rentabilidades negativas. Y, por contra, las rentabilidades son superiores a las del mercado de renta fija, lo cual lo convierte en un activo súper interesante para destinar una parte de la cartera. La imagen es de la presentación de **Oquendo Senior Loans**, y si os fijáis en la inversión en Renta Variable, los peores rendimientos anualizados no han sido positivos. Deuda Privada estaría dentro de los activos que en un periodo de tiempo racional, incluso 2-3 años, tiene prácticamente siempre retornos positivos. Por eso es un activo tremendamente atractivo para un fondo de perfil conservador.



Este es el histórico de los fondos que ha ido sacando Oquendo, que es una gestora española, el histórico de rentabilidades netas obtenidas, que está **en torno al 8%**, y nunca ha habido ningún fondo que tenga rentabilidades negativas. Para que la gente se haga la idea de lo que se puede obtener. **Icaria Patrimonio FIL** contará con fondos como el **Blackstone European Senior Loan,** el fondo de Deuda Privada más grande de Europa.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Fondos con **rentabilidades netas en el periodo de tipos de interés cero o negativo, del entorno al 8%, es totalmente imposible en la inversión tradicional**. En cambio, estos son rentabilidades que ya se han dado. En el caso del gestor de **Icaria Patrimonio FIL**, este fondo está invertido en el Family-Office desde el año 2022, y lleva una rentabilidad anual después de comisiones, a cierre de 2024, del 7,7% y **no ha habido ni un solo trimestre negativo, ni uno solo, desde 2022**. Una bestialidad.



El fondo que vemos aquí es un fondo que va a estar incluido en **Icaria Patrimonio FIL**, que son **préstamos cuya garantías son inmuebles.** Se llaman préstamos puente. Suelen ser para reformas o proyectos de restructuración. Para dar esa financiación, como garantía se pone un inmueble, haciendo que el "*loan to value*", que es lo que representa la deuda sobre el valor del inmueble, sea de media un 65%. Esto significa que **el préstamo representa sólo el 65% del valor del inmueble.** Es decir, el préstamo vale mucho menos que el inmueble que pones en garantía, por lo tanto, ante un impago, que en este caso no ha sucedido nunca, se haría frente a la deuda con el inmueble, que tiene un valor muy superior. En definitiva, **estamos muy protegidos por el inmueble**, por el colateral, **cosa que en renta fija no suele suceder.**

La imagen de arriba se trata de **Valvest Steady Income Fund**, un *Family-Office* que lleva haciendo esto **más de 30 años**, y que decidió hace casi 10 años sacarlo en formato

https://t.me/IcariaPatrimonio

fondo, para además de invertir su propio capital, con más de 100 millones de dólares invertidos, permitir que entrasen inversores externos.

Resultado; podemos ver aquí que **desde que ha salido, en el año 2016, que hasta el año 2022 no subieron los tipos (un fondo monetario en esos años no pagaba nada, daba cero) este fondo ha generado una rentabilidad, después de comisiones, del 7,31%, con ningún mes negativo. Repito, ningún mes negativo, incluido el COVID. Esto es algo increíble.** Es otra tipología de activo que está incluido en la parte de Deuda Privada dentro de **Icaria Patrimonio FIL**. Prácticamente con **la volatilidad de un fondo monetario, pero con una rentabilidad muy superior.**

En Valvest, desde que existe el fondo en el año 2016, no ha tenido nunca ningún default, por eso **la rentabilidad todos los meses ha sido positiva**. Lo que hace este fondo es dar financiación a proyectos para reforma inmobiliaria. Por ejemplo, un KFC que quiere hacer una reforma de su local y necesita el dinero, el préstamo tiene una duración entre 8 y 24 meses. Y es un espectro de Renta Fija, como la que podría invertir la gente en fondos tradicionales, tremendamente conservador, porque el respaldo de esa deuda es el inmueble. Ahí está es la clave.

Por término medio, el préstamo representa el 65% del valor del inmueble. Esto significa que el inmueble tiene un valor muy superior de la deuda contraída. Y en caso de que no se pagase el préstamo, tienes la garantía de que te quedas el inmueble. Y la probabilidad de perder dinero es muy baja, por eso no ha tenido ningún mes negativo, porque tienes ese colateral, ese 65% de forma técnica.

Me gusta mucho este fondo porque he conocido al equipo gestor, sé cómo lo hacen, hemos analizado todos los proyectos y es un fondo que encaja espectacularmente bien dentro de **Icaria Patrimonio FIL**. Aquí lo importante es entender el activo, analizarlo y sacar conclusiones. Y este activo es sencillo de analizar porque los gestores del fondo te dan acceso a la lista de inmuebles que tienen en los préstamos, son muy transparentes.

Es como invertir en un fondo de Renta Fija pero con un colateral, que son los inmuebles. Muy sencillo de entender. Y el Track-Record es espectacular. Llevan haciéndolo más de 30 años, tienen el *expertise* para poder hacerlo otros 30 años más. Es un fondo que

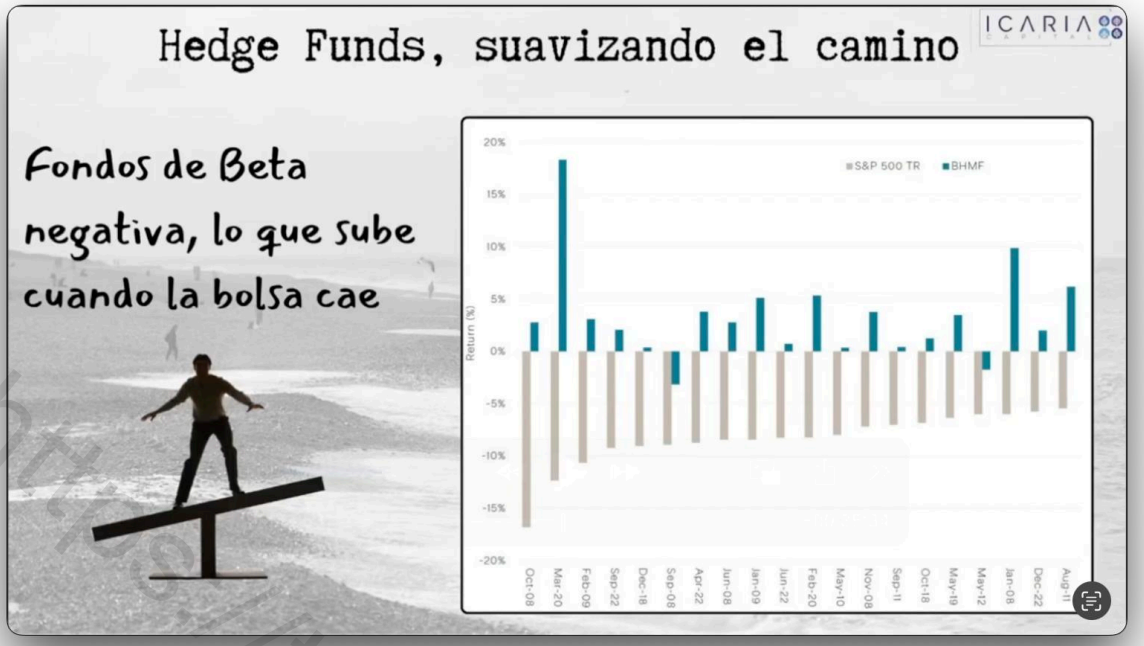
https://t.me/IcariaPatrimonio

invierte en activos en Estados Unidos, por lo tanto está en dólares, pero **Icaria Patrimonio FIL** invertirá en la clase en euros, que está cubierta.

Hemos visto la parte de deuda privada y fondos en los que invertiremos en la parte de deuda privada, que sería un 15% del total del fondo. Luego veremos el resumen de todos estos activos.

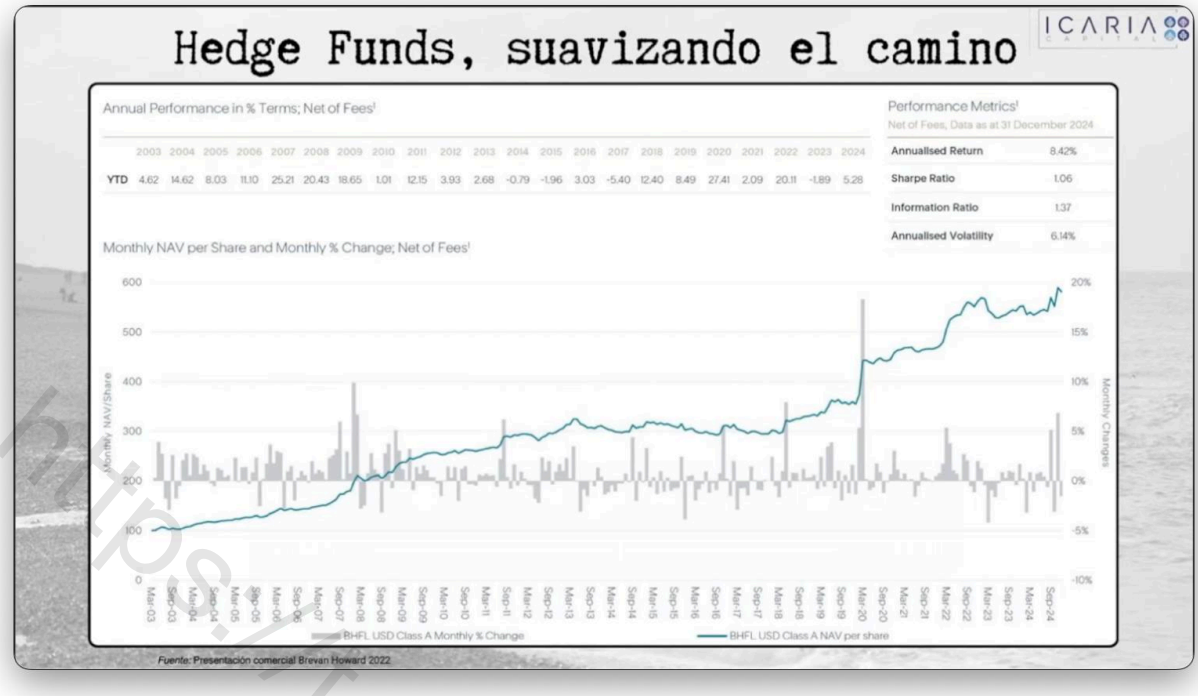
https://t.me/IcariaPatrimonio

Hedge-Funds es, sin ninguna duda, **la parte más complicada de Icaria Patrimonio FIL**, porque es muy complicado entender las estrategias que hay por detrás. Lo que se busca con los Hedge-Funds que se han escogido para **Icaria Patrimonio FIL**, es obtener una rentabilidad satisfactoria en el largo plazo, y casi tan importante o más, es que **en los momentos en los que la Renta Variable cae, los Hedge-Funds suban**. Son fondos que son rentables, pero **cuya misión principal es suavizar el camino en los peores momentos.**



¿Por qué es importante la parte de Hedge-Funds? Los Hedge-Funds son un campo muy amplio, pero **Icaria Patrimonio FIL** sólo va a a invertir en el segmento de **Hedge-Funds con beta negativa**, que es lo que originalmente da el nombre al concepto de Hedge-Fund, fondo de cobertura. Un fondo de cobertura se supone que es algo que **nos sirve de cobertura cuando la Renta Variable cae, nos protege**. Y en esta imagen superior podemos ver en gris, las rentabilidades negativas mensuales del S&P500 por magnitud de caída, en un periodo de casi 20 años. Y en la barras azules, lo que ha hecho en ese mismo periodo de tiempo el fondo Brevan Howard. En todas las correcciones, salvo en dos, el fondo de Brevan Howard ha subido. Es decir, **ha cumplido su función de amortiguar las caídas del S&P500**. Y este es básicamente el motivo por el que incluir Hedge-Funds, porque en la gran mayoría de las caídas de la renta variable, estos Hedge-Funds van a subir. Y si tenemos por un lado Renta Variable cayendo un 30% y Hedge-Fund subiendo un 15%, tenemos un buen colchón protector. El resultado de invertir en ambos no es un 30% de caída, tampoco un 15% de subida. estamos en un término medio, pero **nos hace el camino más tranquilo**.

https://t.me/IcariaPatrimonio



Este es **Brevan Howard Master Fund Limited**, uno de los Hedge-Fund que está incluido dentro de **Icaria Patrimonio FIL**. Ha tenido **rentabilidades positivas prácticamente todos los años.** El año que ha tenido mayores pérdidas ha sido **un -5%, esa ha sido la mayor de las pérdidas.** Ha tenido **ganancias anualizadas del 8,42% los últimos 20 años.** Sobre todo, si os fijáis en un punto clave, **en el año 2008 hizo un +20% en dólares**, subió un +50% en euros, **mientras que el S&P500 caía un -50%** desde máximos. En el año 2020 **ganó un +27% durante la crisis del COVID**, y durante el año 2022, que todo caía, Renta Variable, oro, bonos… hizo un +20%. En definitiva, **ha sido un balón de oxígeno** para aquel que ha combinado Renta Variable y Hedge-Funds. A pesar de que es un fondo muy rentable, el objetivo principal es contrarrestar las caídas de la Renta Variable. Es decir, suavizar el camino del inversor, reduciendo la volatilidad total de su cartera.

Aquí tenemos por lo tanto **uno de los mejores fondos del planeta tierra, desde el año 2003, con rentabilidades auditadas, que está dentro de Icaria Patrimonio FIL, para suavizar el camino.**

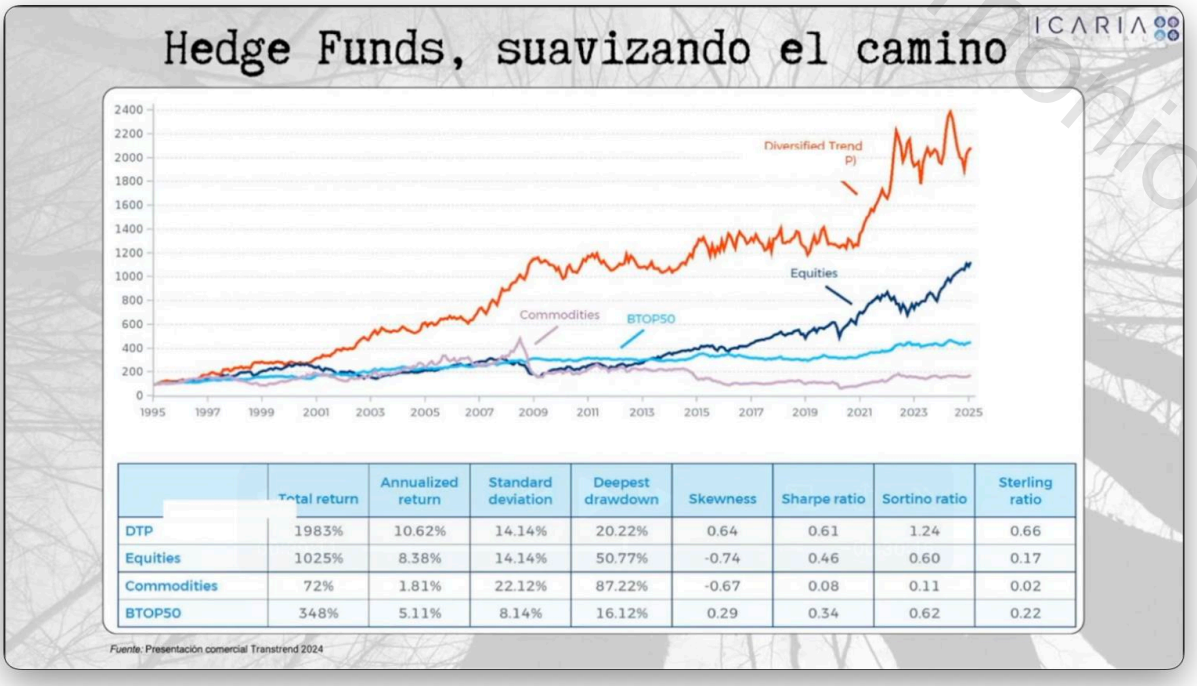
Todas las rentabilidades de las que hablemos en este documento **son netas de comisiones**. Ahora bien, conviene entender todo. Se podría argumentar que como este fondo ha conseguido una rentabilidad anualizada del 8%, ¿por qué no invertir sólo en

https://t.me/IcariaPatrimonio

este fondo, si además es tremendamente estable y poco volátil?. Como inversor, **no entiendo invertir en Hedge-Funds sin combinarlos con Renta Variable**. Tienen que funcionar a la vez, en conjunto. ¿Por qué? Porque este fondo es espectacular, no hay duda. Pero durante el periodo 2013-2018, no hizo nada. Entonces, si sólo estás invertido aquí, no estarás satisfecho esos años con tus retornos. Mientras que si tienes este fondo y una buena Renta Variable, cuando Brevan Howard esté plano, la Renta Variable te estará subiendo mucho, y tu resultado global es bueno, al igual que cuando la Renta Variable se está hundiendo en el año 2018 y 2022, este fondo está subiendo fuerte y tu resultado es bueno.

Es decir, **en conjunto forman una curva de rentabilidad que tiene mucho sentido**. Y eso es lo que hace **Icaria Patrimonio FIL**, combinar los activos para que, en conjunto, todo tenga sentido. Y lo veremos al final, **un 50% de los activos de Icaria Patrimonio FIL son muy conservadores**, se moverán muy poco, **y el otro 50% de los activos** se moverán más, **son más arriesgados**.

Esta estrategia proviene del concepto que inventó Nassim Taleb, que es **la estrategia Barbell**, que implica tener una parte de tu patrimonio en activos muy conservadores, que cuando vienen mal dadas, aguantan muy bien y hacen que no tengas grandes pérdidas, y otra parte en activos que cuando las cosas van muy bien, suben mucho. Entonces, se van balanceando entre sí. Y ese es el objetivo del fondo, el racional que hay detrás y la forma en que está construido, que hay muchísimo trabajo detrás, evidentemente.



	Total return	Annualized return	Standard deviation	Deepest drawdown	Skewness	Sharpe ratio	Sortino ratio	Sterling ratio
DTP	1983%	10.62%	14.14%	20.22%	0.64	0.61	1.24	0.66
Equities	1025%	8.38%	14.14%	50.77%	-0.74	0.46	0.60	0.17
Commodities	72%	1.81%	22.12%	87.22%	-0.67	0.08	0.11	0.02
BTOP50	348%	5.11%	8.14%	16.12%	0.29	0.34	0.62	0.22

Fuente: Presentación comercial Transtrend 2024

https://t.me/icariapatrimonio

Aquí tenemos otro fondo que incluye **Icaria Patrimonio FIL**, que es el **Transtrend Diversified Trend Program,** cuyo objetivo es exactamente el mismo que el anterior. **Desde el año 1995, ha conseguido una rentabilidad por encima del MSCI World.** Pero en los momentos en los que el MSCI World se ha desplomado, este fondo ha subido con fuerza.

Lo mismo que se veía con el fondo anterior, pero incluso con **un fondo con mucho más Track-Record, desde el año 1995, este es uno de los mejores fondos del mundo, cuya estructura de inversores, el 70% son "Endowments" o Fondos de Pensiones**, es decir, universidades, aseguradoras, etcétera. Que buscan precisamente **el objetivo de suavizar el camino inversor**.

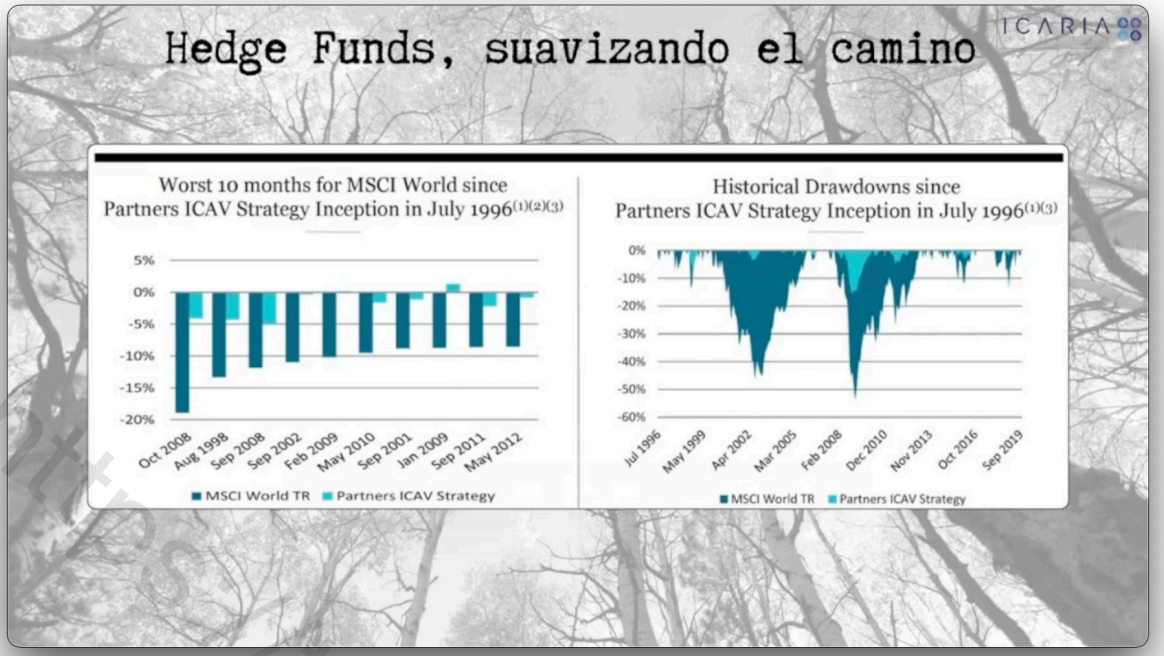
Transtrend es una gestora que lleva más de treinta años funcionando, no hay muchos fondos con histórico desde 1995, con tanta consistencia en su Track-Record. ¿Cómo se analiza un Hedge-Fund? Por su consistencia, por los resultados en los momentos en los que la Renta Variable cae, por el equipo de inversiones, por las estrategias que forman parte del mismo, porque haya sido lo más líquido posible, entre otros factores. Muchas características que tienen que formar parte de la *Due Diligence* previa, exactamente igual que cuando analizas un fondo de Renta Variable. Con la particularidad de que el conocimiento que tienes que tener para poder analizarlo es bastante más amplio y poco habitual. Y esto es Transtrend, con **rentabilidades de más del 10%** anualizadas y con un drawdown de menos de la mitad de la Renta Variable. Uno de los mejores Hedge-Fund del mundo, que va a estar presente dentro de **Icaria Patrimonio FIL**. Un fondo cuyo objetivo es acolchar las caídas de la Renta Variable en los momentos de más tensión, en los momentos donde el mercado tenga más tendencia bajista. Esa es la clave de los Hedge-Funds.

https://t.me/icariaPatrimonio

Otro más de los Hedge-Fund en los que vamos a invertir, en este caso **Campbell Absolute Return**, con **histórico desde 1988**. En la gráfica lo muestro desde 2010, porque es un periodo en el que los Hedge-Funds lo han hecho algo peor de lo normal, y sin embargo Campbell lo ha hecho de forma espectacular. Y es uno de los motivos, entre muchos, por el que lo incluimos. Campbell es otra gestora con un histórico de 40 años, con una consistencia brutal, un equipo espectacular, de primer nivel, cuyos inversores en un gran porcentaje de casos, son otros *Endowments*, inversores institucionales y grandes patrimonios.

De hecho, **Transtrend** tiene una Clase **cuyo mínimo de entrada para un inversor es de 200 millones de euros**. En el fondo de **Icaria Patrimonio FIL** vamos a estar desde el primer día invertidos en este tipo de fondos.

https://t.me/IcariaPatrimonio



Este es otro de los fondos dentro de **Icaria Patrimonio FIL**, en este caso un fondo de **BlackStone**, la gestora de alternativos más grande del mundo. Podéis comprobar vosotros mismos **la comparativa con el MSCI World,** en términos de los peores 10 meses y los mayores drawdowns de este fondo y del MSCI World. **Lo destroza, literalmente.**

Y este sería otro de los fondos dentro de **Icaria Patrimonio FIL**; el MSCI World lo vemos aquí abajo en naranja, y el Hedge-Fund en blanco. La caída de la crisis del 2000 en Renta Variable fue del 50%, pues fijaos que hizo **este Hedge-Fund, subió más de lo que cayó**

https://t.me/IcariaPatrimonio

la bolsa. Por lo tanto, nuestra caída sería prácticamente cero. Y fijaos en 2008, exactamente lo mismo. Un fondo con una **rentabilidad superior a la de la renta variable, lo cual ya son palabras mayores.** Esto son **rentabilidades auditadas** reales, que ya han ocurrido, ojo, nada de backtests. **Icaria Patrimonio FIL** invierte en fondos con **Track-Record auditado de décadas.**

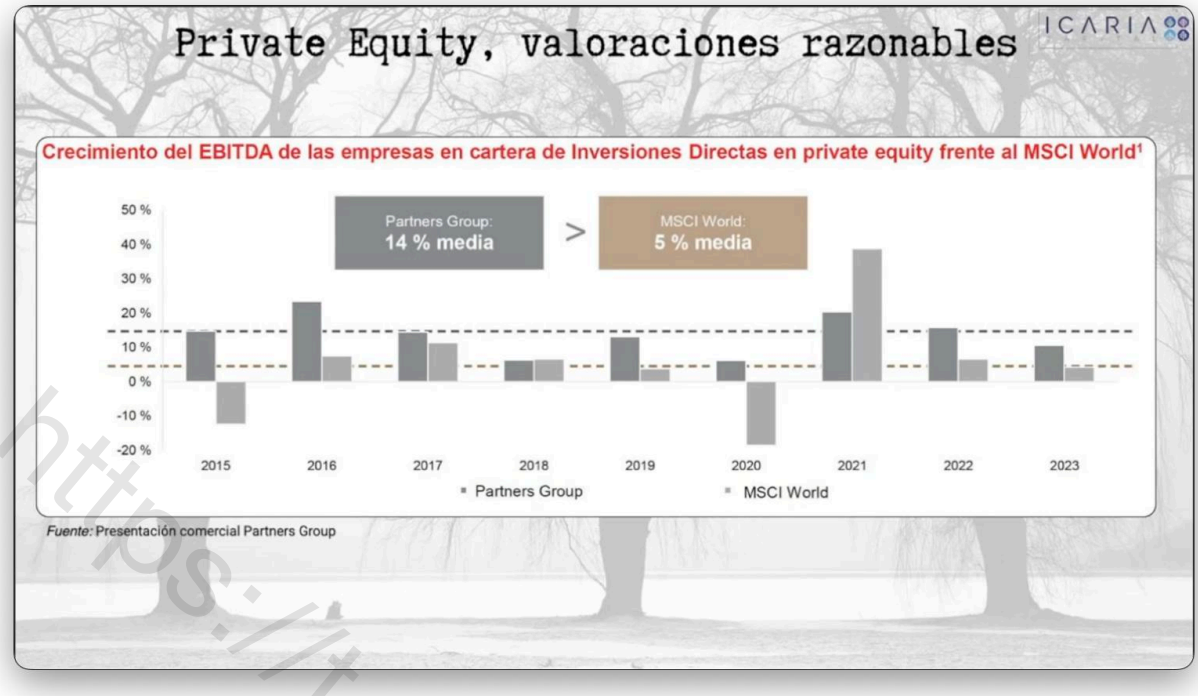
Y esta sería la parte de Hedge-Funds, cuyo objetivo sería suavizar el camino. Que cuando la renta variable que llevará el fondo caiga, estos otros fondos nos compensen la caída. Y, mientras tanto, obtener retornos satisfactorios a largo plazo.

Sí que es cierto que cuando la Renta Variable lo haga de forma excepcional, estos fondos se quedarán un poco más atrás en algunos momentos, en otros no. Pero sobre todo, cuando las cosas salgan mal dadas, ahí será nuestro salvavidas.

Uno de ellos, porque hay varios salvavidas dentro de Icaria Patrimonio.

Hemos visto Deuda Privada, por un lado. Hemos visto cómo suavizar el camino con Hedge-Funds. Nos vamos ahora a **Private Equity**, las mejores gestoras del mundo.

https://t.me/IcariaPatrimonio

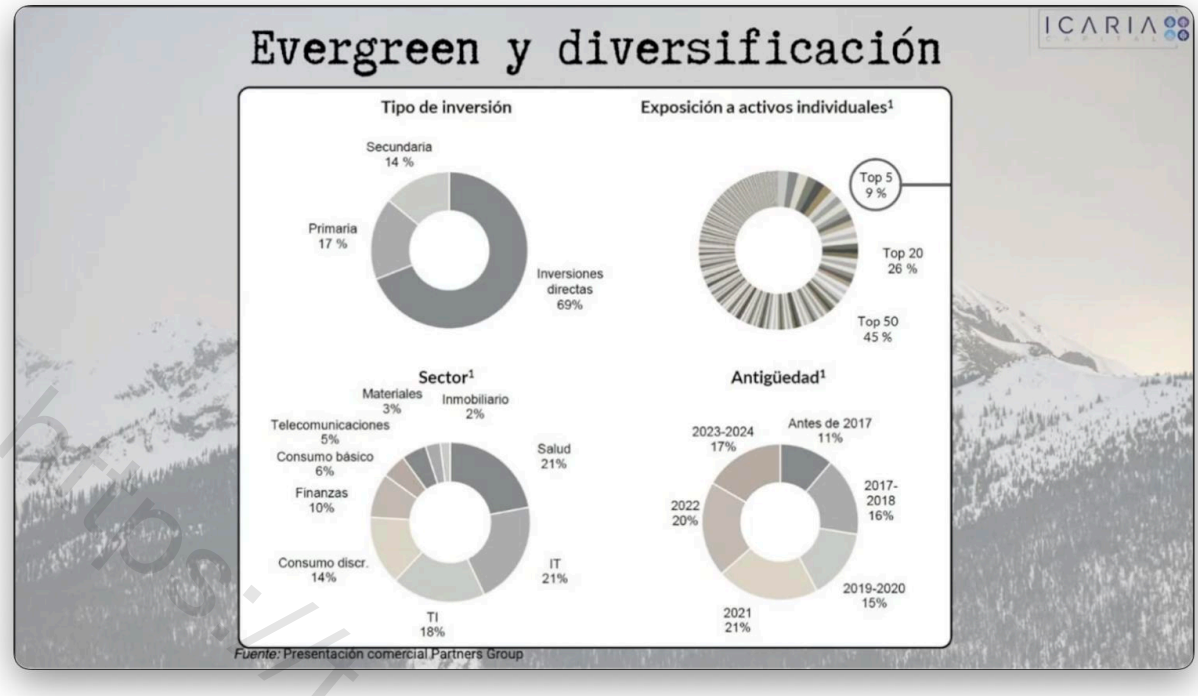


Hay gente que dice que el **Private Equity** está sobrevalorado. Para esa gente, le diría que mirase el crecimiento de los beneficios de las empresas que forman parte de uno de los fondos en los que invertirá **Icaria Patrimonio FIL**, con un **crecimiento del 14% anual de media.**

Mientras, el crecimiento de la EBITDA de las empresas del MSCI World ha sido de un 5%, **han crecido casi el triple los beneficios del Private Equity**, y no ha subido más en rentabilidad, por lo tanto la subida de la bolsa ha sido más una subida por encarecerse la propia bolsa, que por subida de beneficios de las empresas. Así que a todo aquel que diga que el Private Equity está en modo burbuja, que eche un vistazo a este estudio.

Partners Group ha crecido un ritmo bastante superior al MSCI World y al mismo tiempo se encuentra bastante menos sobrevalorado que el MSCI World. Una de las dudas más comunes y más repetidas por los inversores, tiene que ver sobre las comisiones subyacentes de cada uno de los fondos. **Todas las rentabilidades que estáis viendo son netas de comisiones**. Eso es lo realmente importante. Es lo que el partícipe va a obtener.

https://t.me/IcariaPatrimonio



Los fondos dentro de Private Equity dentro de **Icaria Patrimonio FIL** son fondos denominados "E*vergreen*". Es decir, están 100% invertidos en todo momento, desde el inicio. Desde el momento en el que invertimos, tenemos acceso a inversiones que se han hecho desde el año 2017 hasta hoy. Inversiones que se han ido haciendo a lo largo del tiempo. **Obtenemos toda esa diversificación**. Inversiones directamente en las empresas, y diversificado por sectores. Obtenemos un portfolio de Private Equity tremendamente diversificado.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Este es un fondo de **Partners Group**, una **gestora Suiza**, de las más importantes de Europa, **top 3 de Europa.** Una gran compañía que **vale en bolsa 35.000 millones de francos suizos.**

Vemos aquí las **rentabilidades auditadas** desde el año 2007. **Ha multiplicado el dinero invertido por 4,3 veces** desde el año 2007**.** En el año 2008, **mientras la bolsa caía un -40% a cierre de año, este fondo subió un +6,6%** y en el año 2009, mientras la bolsa subía, este fondo cayó sólo un -6,8%, su último año negativo desde entonces. Entre -40% y -6%, hay una gran diferencia. Y en el año 2022, que la Renta Variable también cayó con fuerza, nuestro fondo terminó en positivo, con +0,3%.

Esto es tremendamente positivo, porque **mientras que la bolsa cae, este fondo te compensa en parte la caída.** En definitiva suaviza la evolución de tu patrimonio. Esto sucede porque **Private Equity sigue la economía real**. Se dan los ajustes y las correcciones cuando realmente suceden, **mientras que la bolsa funciona anticipando a 6-12 meses vista lo que va a suceder**. Por eso se complementan tan bien. Son dos activos que funcionan muy bien y se complementan mejor. Un fondo como el de Partners Group, que además de invertir de forma diversificada, tiene un histórico que llega a los 30 años. Un Track-Record de lo mejor, a nivel mundial.

Al final, la rentabilidad final es muy parecida a la Renta Variable, teniendo en cuenta que los últimos 15 años hemos vivido un periodo en el que la Renta Variable ha obtenido una rentabilidad muy por encima de su media, su mejor periodo de 15 años de la historia, esto debemos de tenerlo en cuenta. **La rentabilidad media de la Renta Variable desde el año 1973 es del 9% anual**, mientras que la rentabilidad media de la Renta Variable los últimos 10 años ha sido casi del 15%, por lo que **no es esperable que en los siguientes 10 años que la Renta Variable haga un 15% anual**, esto la gente debería de tenerlo en cuenta. Es esperable que tenga menos de un 9% de rentabilidad, para retornar a la media, que es lo que sucede siempre, históricamente. Esta vez, no es diferente. Volviendo a nuestro fondo de Partners Group, es un fondo que ha obtenido una rentabilidad cercana a la de la Renta Variable, pero cuyo drawdown es ocho veces menos que el de la Renta Variable, y el camino del inversor es infinitamente más tranquilo como se puede ver en la gráfica de arriba. Y ese es el gran valor de **Icaria Patrimonio FIL**.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Este es **Hamilton Lane Private Equity Fund**, un fondo de una gestora americana**, que ha batido al MSCI World**. En años como el 2020, que el MSCI World caía un -35% con el COVID, aquí tenemos un fondo que cayó un -5% en ese mismo periodo. Este fondo lleva décadas invirtiendo en Private Equity, es una de las mejores gestoras de Estados Unidos. En el año 2022, mientras la la bolsa caía en septiembre casi un -20%, este fondo cayó sólo un -3%. En definitiva, **una rentabilidad superior a la del MSCI World, pero con un drawdown y una volatilidad muy inferior.**

Hemos visto; Deuda Privada, Hedge-Funds y Private Equity.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Nos vamos a **Real Assets**. Activos reales, cuya finalidad es **protegernos de entornos de inflación** o entornos en los que nuestro dinero cada vez vale menos. Son activos que, en entornos de inflación, **sus rentas van indexadas a la inflación.** Por lo tanto, ganan más y nos protegen más de esas pérdidas de poder adquisitivo. Activos Reales es una parte fundamental, sobre todo en los tiempos en los que vivimos, donde el mundo cada vez tiene más deuda, cada vez están más a la orden del día los déficits, es decir, los países que consumen más de lo que ingresan. Es un problema estructural. Y los activos que mejor lo hacen en este entorno, por preservar el valor, son los Activos Reales.

https://t.me/CanalPatrimonio

¿Qué son Activos Reales? Aquí menciono sólo algunos. **Inmobiliario** es un Activo Real y se puede invertir en él. **Infraestructuras**, es un Activo Real, clave, ligado a la inflación, como lo es Inmobiliario. **Transporte de mercancías**, se puede alquilar un barco que se dedica al transporte de mercancías, puede ser en seco, petróleo, lo que sea. Y si el alquiler se hace a una entidad de primer nivel, como puede ser Shell o BP, es la misma seguridad que tener un bono Investment Grade, con una rentabilidad superior a la que conlleva un bono Investment Grade. **Leasing aéreo** también es una de las temáticas que me encanta y conozco desde hace más de 10 años. Hace mucho que el propio Banco Santander invierte en Leasing Aéreo para su propio balance, es un área muy interesante. Es simplemente comprar un avión, que se financia con capital propio y algo de deuda, y poner ese avión en alquiler para cualquiera de las aerolíneas que tengamos a nivel mundial. En función del modelo de avión y del tipo, vas cobrando unas rentas, y a posteriori, cuando quieres deshacerte de ese leasing, lo vendes. Tu ingreso será la deuda repagada con los flujos generados y la venta del avión. Todo lo que exceda ese repago de deuda, es beneficio. Y es una temática que lleva haciéndose los últimos 20-30 años, de forma cada vez más mayoritaria. De hecho, más del 50% de los aviones que están circulando en el mundo actualmente, están conforme a un Leasing Aéreo. Activos Reales engloba muchas áreas, bajo una misma filosofía. Y finalmente, oro y Bitcoin. **Oro y Bitcoin**, que es un Activo Real, que busca preservar el valor a largo plazo y que en un entorno como el actual, de alta inflación, no es tanto que suba el oro, como hemos visto

https://t.me/LaLeyDelPatrimonio

desde el año 2022, que ha subido un 100% prácticamente, sino que caen los bienes de valor. Es decir, fruto de que el dinero pierde valor, el oro, en valor relativo, sube. Cada vez el dinero vale menos y la cesta de la compra, que en el año 2021 llenábamos con X objetos, en el año 2025 es bastante más complicado llenarla, el coste se ha incrementado sustancialmente. Pero si lo medimos en términos de oro o incluso de Bitcoin, no ha sucedido esto, ha preservado mejor el valor. El oro no reacciona de forma directa a la inflación, reacciona a los tipos de interés reales. Y hemos visto que efectivamente, desde el año 2022, ha preservado valor y lo ha hecho de forma sobresaliente, por encima del MSCI World o del S&P 500 en el mismo periodo, incluso en los últimos 25 años.

Y son estos Activos Reales. Podríamos encontrar más, que reúnan las mismas características, que **en un entorno de alta inflación, ayuden a preservar el patrimonio** e incluso hacer que crezca en valor.

Aquí vemos características de las **Infraestructuras**, con un binomio rentabilidad/riesgo muy atractivo, **retornos satisfactorios con volatilidades contenidas** y una correlación con respecto a Renta Variable positiva, no como en el caso de los bonos y el oro, que es negativa o al menos neutra. Aquí es una correlación positiva, pero muy baja, del 0,2. Esto significa que cuando la Renta Variable tenga un rally y suba con fuerza, Infraestructuras no va a subir en la misma cuantía. Y lo mismo del otro lado, cuando la Renta Variable caiga con fuerza, tampoco va a caer en la misma cuantía. Eso es lo que buscamos.

https://t.me/gamapatrimonio

Esa es la estabilidad y revalorización a largo plazo del lado de Infraestructuras. En **Icaria Patrimonio FIL** serán sólo Infraestructuras de tipo *Brownfield*, que son Infraestructuras que ya están en marcha, que ya tienen alquileres en funcionamiento y que **tienen el perfil de riesgo más bajo posible**. Si invirtiéramos en Infraestructuras *Greenfield*, serían Infraestructuras que están por crear y, aunque la expectativa de rentabilidad sería muy superior, el perfil de riesgo también. Y nosotros, **en todas y cada una de las categorías de activos de Icaria Patrimonio FIL, nos vamos a quedar con el activo más conservador** dentro de cada categoría. En Deuda Privada nos vamos con Senior Loans, que es muchísimo más conservador que, por ejemplo, Deuda *Mezzanine*. En Infraestructuras nos vamos con *Brownfield*. En Real Estate nos vamos con residencias de estudiantes, con unas tasas de ocupación cercanas al 100%, que prácticamente no tiene riesgo. En Hedge-Funds nos vamos también con los más consistentes, los que buscan amortiguar las caídas en Renta Variable. En todas las categorías buscamos lo mismo, salvo en Renta Variable, que al final son empresas, ahí no hay mucho donde distinguir.

¿Qué engloba Infraestructuras? Aquí hay unos ejemplos para que se visualice un poco en lo que invierte **Icaria Patrimonio FIL**. La diferencia entre invertir en un fondo de infraestructuras alternativo de Private Equity o en una empresa de infraestructuras, es que aquí, en el fondo de infraestructuras, estamos invirtiendo directamente en la propia obra, en la propia infraestructura, no en la empresa. Lo cual nos protege más, y **el comportamiento es mucho menos volátil** que cuando se invierte en una propia

Extracto informativo Icaria Patrimonio

empresa, con una deuda, con un balance, con el día a día, etcétera. Eso cambia muchísimo la situación. En la imagen de arriba tenéis más ejemplos. Transporte por ferrocarril, transporte marítimo, gestión de residuos, gestión de aguas, Data-Centers, energía, etc. **Activos clave para la evolución y el bienestar de los seres humanos**.

Aquí vemos **un índice de infraestructuras** de JP Morgan, que **en la crisis de 2008 cayó en torno a un -10%**, mientras la renta variable cayó un -50% e infraestructuras que cotizan, es decir, empresas que invierten en infraestructuras que cotizan, cayó un 44%. **Un -44% frente a un -10%, una barbaridad.**

El comportamiento que se obtiene **es muchísimo más estable, sin renunciar a los beneficios** de invertir en infraestructuras, que son los que se han comentado; protección contra inflación, rendimiento en activo clave para la humanidad, etcétera, etcétera.

Se puede ver el índice en amarillo, su evolución, que vemos que ha sido muy estable a lo largo del tiempo, es una de las características, no solo del fondo de JP Morgan, sino de un fondo que se centra en **Infraestructuras *Brownfield*, siempre con un comportamiento muy estable, en el largo plazo**. En la mayoría de fondos que he visto del perfil que nos interesan, hablan de rentabilidades entre el 10-12% en dólares. Nosotros esperamos más bien **rentabilidades en torno al 8%**, lo cual sigue siendo sobresaliente, sobre todo si tenemos en cuenta **el perfil de riesgo que tiene, muy**

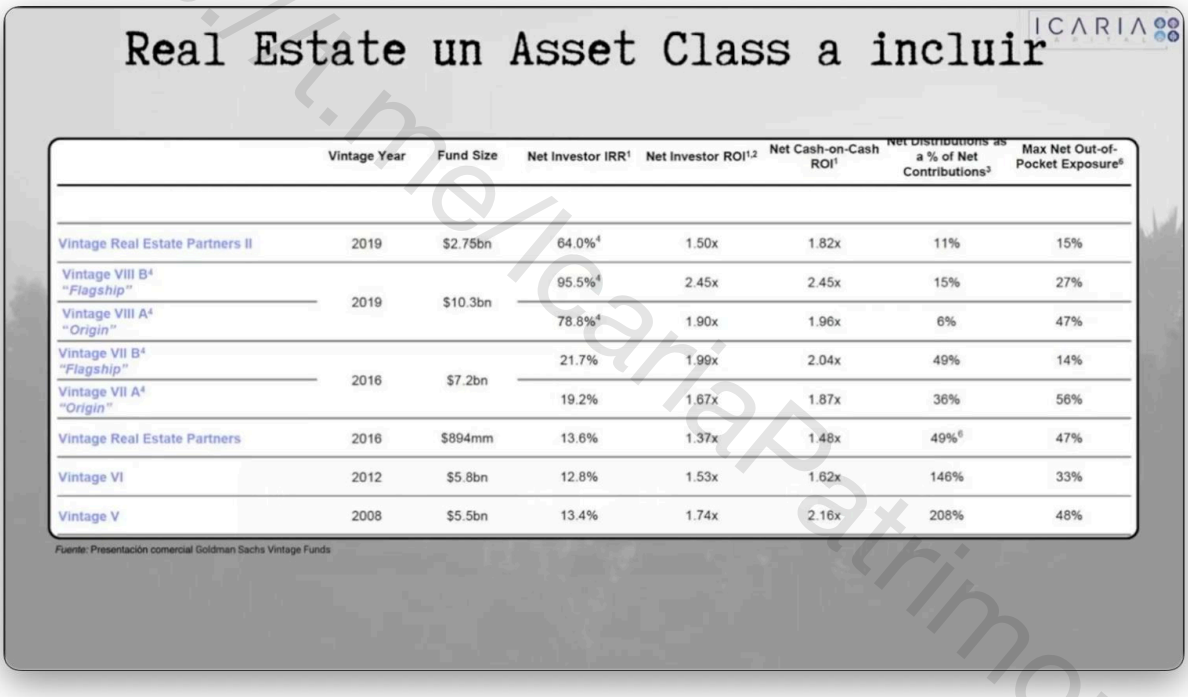
https://t.me/icariaPatrimonio

inferior al de la Renta Variable. La rentabilidad de la bolsa a muy largo plazo, a 30-40 años, es del 9%, no es lo que la gente está viendo los últimos 15 años, que han sido años anormales desde el punto de vista estadístico, están fuera de la muestra estadística.

Aquí vemos el fondo de **Hamilton Lane Infrastructure Fund**, que estará dentro de **Icaria Patrimonio FIL**, **con rendimientos netos del 20,6%** los últimos 18 años, invirtiendo en infraestructuras. Este es un fondo que a fecha de agosto de 2024, llevaba un +20%, aunque del tipo de fondo de infraestructuras en el que se va a invertir, **se esperan más bien unas ganancias del 10% anual**, que está muy bien. No será lo habitual en este tipo

https://t.me/IcariaPatrimonio

de activos, pero habrá años excepcionales, por encima del 20% de rentabilidad. Este es un fondo *Evergreen,* que invierte en proyectos concretos. Aunque un fondo sea *Evergreen*, las infraestructuras en las que invierte son las mismas que han invertido los fondos tradicionales de Capital Call. Por lo tanto, si tenemos un Track-Record de 18 años en un fondos tradicional y en un fondo Evergreen, ese fondo *Evergreen* va a invertir en los mismos subyacentes. Esto es muy importante a la hora de analizar el fondo y el equipo gestor. Muy, muy importante. No todos los años va a dar un 8-10%. Algunos años dará un 20% y otros años dará un 2% o incluso un -3%. Así funciona la inversión en cualquier categoría de activos. Sí que es cierto que, como **estamos hablando de activos muy conservadores**, es prácticamente imposible encontrarte estas empresas desagradables como las que puedes ver en algunos momentos en Renta Variable.

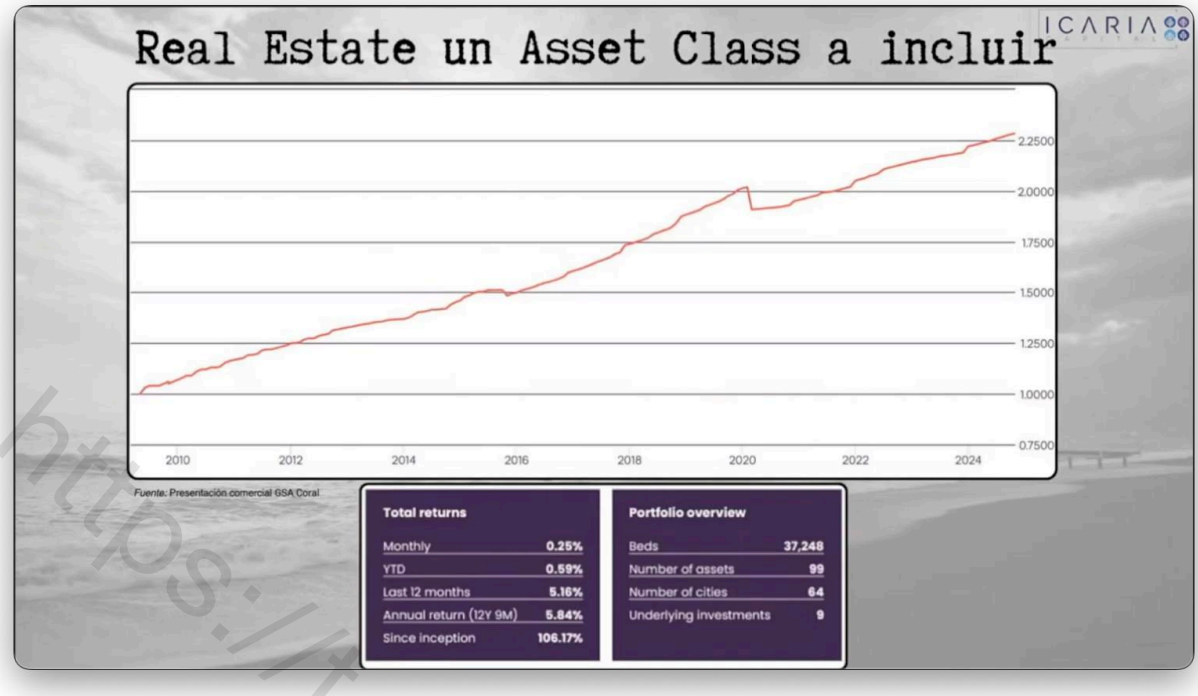


	Vintage Year	Fund Size	Net Investor IRR[1]	Net Investor ROI[1,2]	Net Cash-on-Cash ROI[1]	Net Distributions as a % of Net Contributions[3]	Max Net Out-of-Pocket Exposure[5]
Vintage Real Estate Partners II	2019	$2.75bn	64.0%[4]	1.50x	1.82x	11%	15%
Vintage VIII B[4] *"Flagship"*	2019	$10.3bn	95.5%[4]	2.45x	2.45x	15%	27%
Vintage VIII A[4] *"Origin"*			78.8%[4]	1.90x	1.96x	6%	47%
Vintage VII B[4] *"Flagship"*	2016	$7.2bn	21.7%	1.99x	2.04x	49%	14%
Vintage VII A[4] *"Origin"*			19.2%	1.67x	1.87x	36%	56%
Vintage Real Estate Partners	2016	$894mm	13.6%	1.37x	1.48x	49%[6]	47%
Vintage VI	2012	$5.8bn	12.8%	1.53x	1.62x	146%	33%
Vintage V	2008	$5.5bn	13.4%	1.74x	2.16x	208%	48%

Fuente: Presentación comercial Goldman Sachs Vintage Funds

Aquí tenemos un fondo de **Real Estate, de activos inmobiliarios, en este caso de Goldman Sachs Vintage Funds.** Y **sus rentabilidades netas anuales**; 13%, 12%, 13%, 19%, 21%. **Espectacular. Invierte directamente en los inmuebles**, carteras de inmuebles, por lo tanto tenemos infraestructuras de las que somos propietarios y son claves para la humanidad, también inmuebles, portfolios de inmuebles de 100, de 1000, **totalmente diversificados alrededor de todo el planeta.**

https://t.me/IcariaPatrimonio



https://t.me/IcariaPatrimonio

Y este es **otro de los fondos** que estará presente en **Icaria Patrimonio FIL**, que conocemos muy bien, el fondo **GSA Coral Student**, porque lo llevamos utilizando para clientes internamente desde hace muchos años. **Aquí sí que la diferencia en volatilidad con respecto a un fondo monetario es muy pequeña.** Vemos una curva que es prácticamente la de un fondo monetario, con una mínima caída en el año 2020, que fue del -4%, que **invierte en residencias de estudiantes a nivel mundial.** Japón, Alemania, España, Estados Unidos, Italia… un perfil de activo que es tremendamente estable, cuya evolución va muy vinculada a las rentas que genera. Y es **uno de los activos más conservadores que va a estar en el fondo**, y que además es un Activo Real. Son residencias de estudiantes, también **otro activo protegido contra la inflación**. **Rentabilidades del 5,84% con una volatilidad prácticamente nula. Algo impresionante.**

GSA Coral Student es uno de los fondos alternativos más grandes en España, comercializado por Renta4. Renta4 tiene un FIL que a su vez invierte el 100% de sus activos en el fondo GSA Coral, que es un fondo luxemburgués, domiciliado en Luxemburgo. Nosotros no vamos a invertir en el fondo de Renta4 porque es un fondo caro en sus comisiones. Como conocemos la gestora desde el año 2016, nos van a permitir invertir directamente en el vehículo luxemburgués, más barato, haciéndonos un *waiver*. Ellos te cobran un 2% sólo por invertir, pero nosotros no vamos a pagar nada

desde **Icaria Patrimonio FIL**, y todos nuestros partícipes se van a beneficiar de ello, invirtiendo directamente en el fondo luxemburgués, que es significativamente mejor que invertir en el fondo de Renta4.

En la imagen de arriba, podéis ver la evolución del fondo, que es como tener un bono en euros, en el que prácticamente no ha habido volatilidad. Es más, **ha tenido menos volatilidad que un fondo de Renta Fija**. La realidad es esta. Podéis ver esa curva comparada con la de un fondo de Renta Fija y lo comprobareis. **Es un fondo tremendamente estable**, porque el subyacente es generación de rentas de alquiler en residencias de estudiantes, repartidas por todo el mundo. **Estamos hablando de más de 40.000 camas**, uno de los portafolios más grandes del mundo de residencias de estudiantes.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Y nos vamos al último activo, al activo tradicional, **Renta Variable**.

Hemos visto Deuda Privada, uno de los cajones, Hedge-Funds otro cajón, Private Equity y Real Assets, otros dos cajones. Y el último cajón es Renta Variable.

Todos los fondos de Renta Variable que están incluidos en **Icaria Patrimonio FIL**, van a ser **fondos que una persona normal no pueda invertir en ellos.** Me explico.

Con **Renta Variable**, lo que buscamos desde **Icaria Patrimonio FIL**, son fondos que sean de difícil acceso, tanto porque requieran **unos mínimos de inversión muy elevados**, como porque sean de corte institucional. La mayoría de los fondos cumplirán ese criterio, para que se genere un gran valor añadido. Como ya se ha mencionado, ninguna de las partes que conforman **Icaria Patrimonio FIL** la vamos a gestionar nosotros directamente. Vamos a delegar la gestión en **los mejores equipos del planeta**, tanto por Track-Record como por histórico. Y en el caso de Renta Variable, también será así.

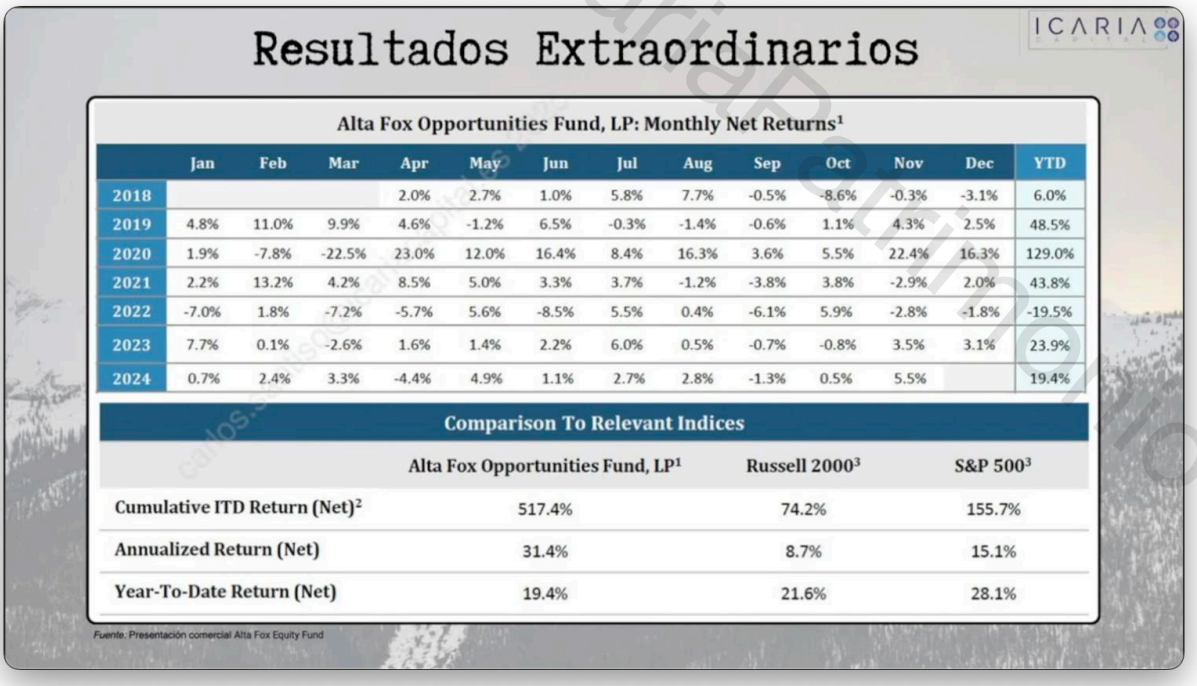
https://t.me/IcariaPatrimonio

Este fondo que vemos aquí arriba es **Turtle Creek, pide un mínimo de 2 millones de euros** para poder invertir en él. Y el motivo es que es un fondo que existe **desde 1999** y ha generado una **rentabilidad anualizada del 19%**. Anualizada. Del 19%. Una absoluta locura.

Lo que vemos aquí en gris, abajo, esa linea plana e imperceptible, es el MSCI World. Lo ha pulverizado por completo.

Pide un mínimo de 2 millones de euros para poder invertir en él, y también nos hacen un *waiver*. Es uno de los fondos que **está dentro de Icaria Patrimonio FIL**, en la parte de Renta Variable, que será un 20% del total.

Todos los fondos de Renta Variable en los que va a invertir **Icaria Patrimonio FIL**, van a ser de primerísima división, fondos que **una persona de a pie prácticamente tenga imposible acceder**, y a través de **Icaria Patrimonio FIL** se le va a dar acceso, para crear algo que tenga un gran valor añadido. Algo que, cada inversor por cuenta propia, le sería muy complicado conseguir.



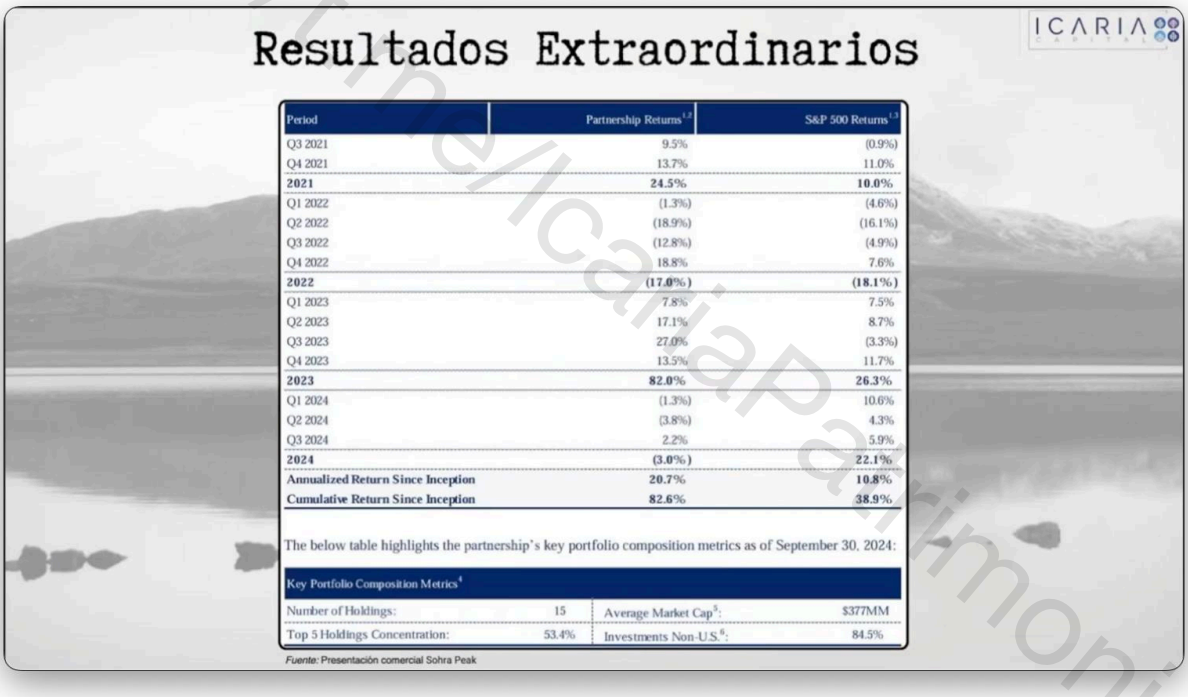
Este es **Alta Fox,** ha obtenido una **rentabilidad neta anualizada del 31,4%**, frente a un 15,1% del S&P500. **Bate al índice por el doble**. Ha sido, **desde 2018, multiplicar tu**

https://t.me/icariaPatrimonio

dinero invertido por 5. Es una absoluta locura. Es **uno de los mejores fondos del planeta Tierra.**

Los mínimos para invertir aquí, también son 2 millones de euros. Y en este caso, quien invierta a través de **Icaria Patrimonio FIL**, desde 50.000 € va a tener acceso a todos estos fondos.

Alta Fox va a dejar de aceptar nuevos inversores a partir de junio de 2025, así de exclusivo es. Y desde **Icaria Patrimonio FIL**, estaremos ya dentro para cualquier futuro partícipe. Es **una de las mejores gestoras del mundo**, muy centrada en Small Caps y Special Situations. **Todas las rentabilidades** que veis, de nuevo, **son netas de comisiones**.



Period	Partnership Returns[1,2]	S&P 500 Returns[1,3]
Q3 2021	9.5%	(0.9%)
Q4 2021	13.7%	11.0%
2021	**24.5%**	**10.0%**
Q1 2022	(1.3%)	(4.6%)
Q2 2022	(18.9%)	(16.1%)
Q3 2022	(12.8%)	(4.9%)
Q4 2022	18.8%	7.6%
2022	**(17.0%)**	**(18.1%)**
Q1 2023	7.8%	7.5%
Q2 2023	17.1%	8.7%
Q3 2023	27.0%	(3.3%)
Q4 2023	13.5%	11.7%
2023	**82.0%**	**26.3%**
Q1 2024	(1.3%)	10.6%
Q2 2024	(3.8%)	4.3%
Q3 2024	2.2%	5.9%
2024	**(3.0%)**	**22.1%**
Annualized Return Since Inception	**20.7%**	**10.8%**
Cumulative Return Since Inception	**82.6%**	**38.9%**

The below table highlights the partnership's key portfolio composition metrics as of September 30, 2024:

Key Portfolio Composition Metrics[4]			
Number of Holdings:	15	Average Market Cap[5]:	$377MM
Top 5 Holdings Concentration:	53.4%	Investments Non-U.S.[6]:	84.5%

Fuente: Presentación comercial Sohra Peak

Invertiremos en **Sohra Peak**, con **rentabilidades anualizadas del 20,7%**. En el mismo periodo, el S&P500 ha dado un 10,8%, prácticamente el doble de rentabilidad.

Sohra Peak es un fondo de nicho, con el 85% de sus inversiones fuera de Estados Unidos, con un Track-Record impecable y un gestor que conozco personalmente. Es de lo mejor que hay a nivel mundial.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Invertiremos también en **Indépendance et Expansion**, que está **centrado en inversiones en Europa desde el año 1993**, con el Track-Record que veis, **un 13% anualizado invirtiendo en Europa, es espectacular**.

Aquí tenemos **Laughing Water**, otro de los fondos que está incluido dentro de **Icaria Patrimonio FIL**, **retornos del 19,3% frente a un 15,7% del S&P500** en el mismo periodo. En este caso, **uno de los mejores fondos del mundo de Small-Cap**, pequeñas empresas que cotizan en bolsa, a nivel mundial.

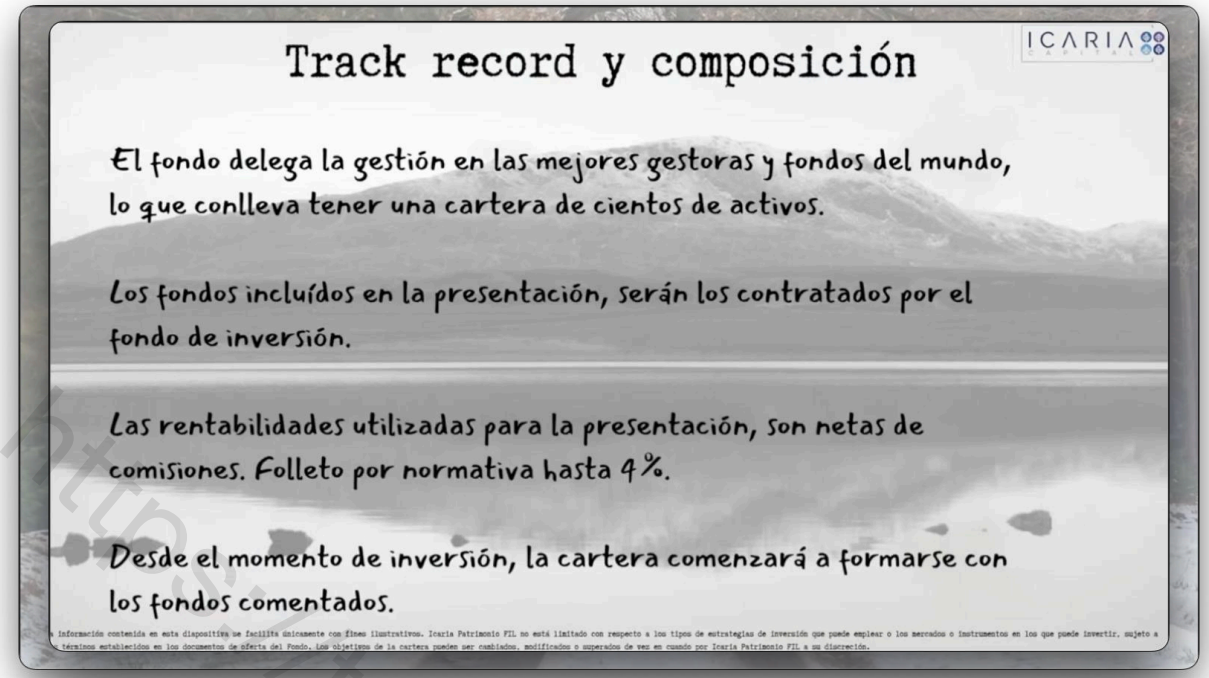
https://t.me/IcariaPatrimonio

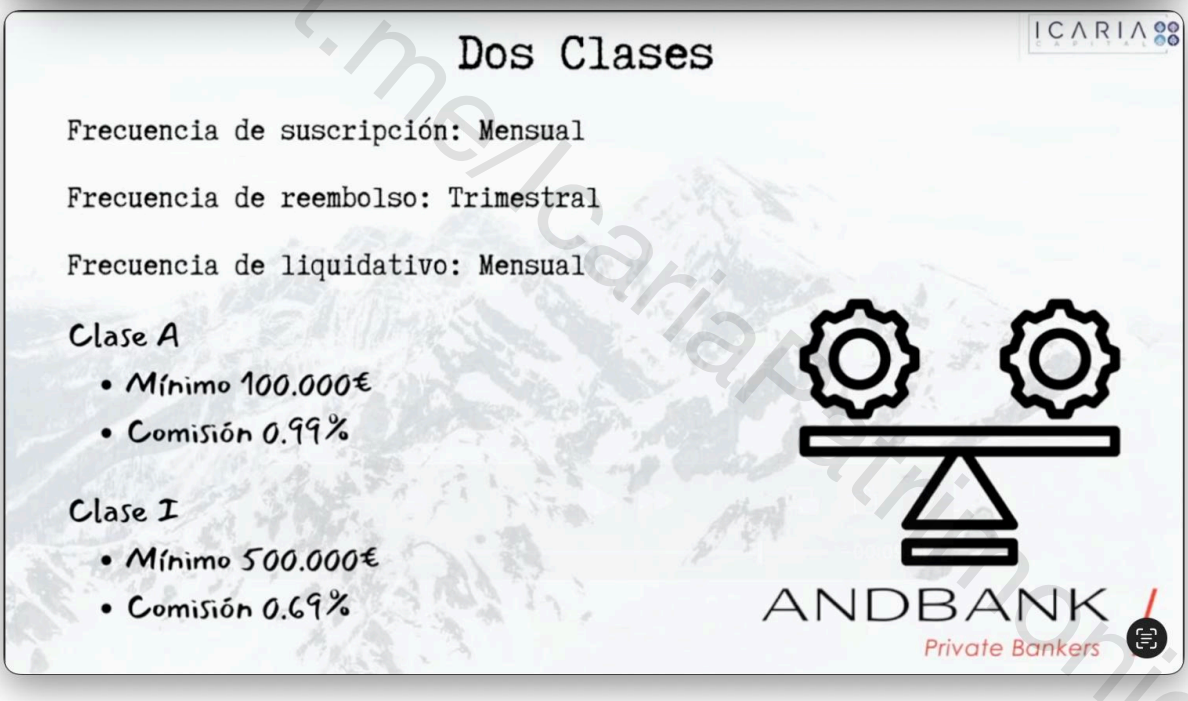
El objetivo es diversificar geográficamente, con Turtle Creek tenemos un fondo que invierte en Canadá y Estados Unidos, con Alta Fox un fondo que invierte a nivel global, con Sohra Peak un fondo que invierte el 84,5% fuera de Estados Unidos, y con Indépendance un fondo que invierte en Europa.

Se buscan fondos que sean de primer nivel, rentabilidades increíbles, un Track-Record amplísimo, así como cubrir diferentes zonas geográficas, para que de esta forma, la parte de renta variable esté lo más fina y lo más diversificada posible.

Y habrá más fondos. Invertiremos también en **Voss Capital**, que es una gestora grande, pero también con fondos de nicho. Y todos los fondos de Renta Variable serán de ese perfil. Al final, son **muchísimos años de trabajo previo**, recopilando información sobre estos fondos de difícil acceso, tanto como para encontrar información, como a la hora de invertir en ellos.

https://t.me/IcariaPatrimonio





Y esto es **Icaria Patrimonio FIL**. Dos clases para invertir, frecuencia de suscripción mensual, de reembolso trimestral, con Valor Liquidativo mensual. La clase A, 100.000 €, comisión 0,99%. Clase I, 500.000 €, comisión 0,69%. Comisión de depósito del 0,07%.

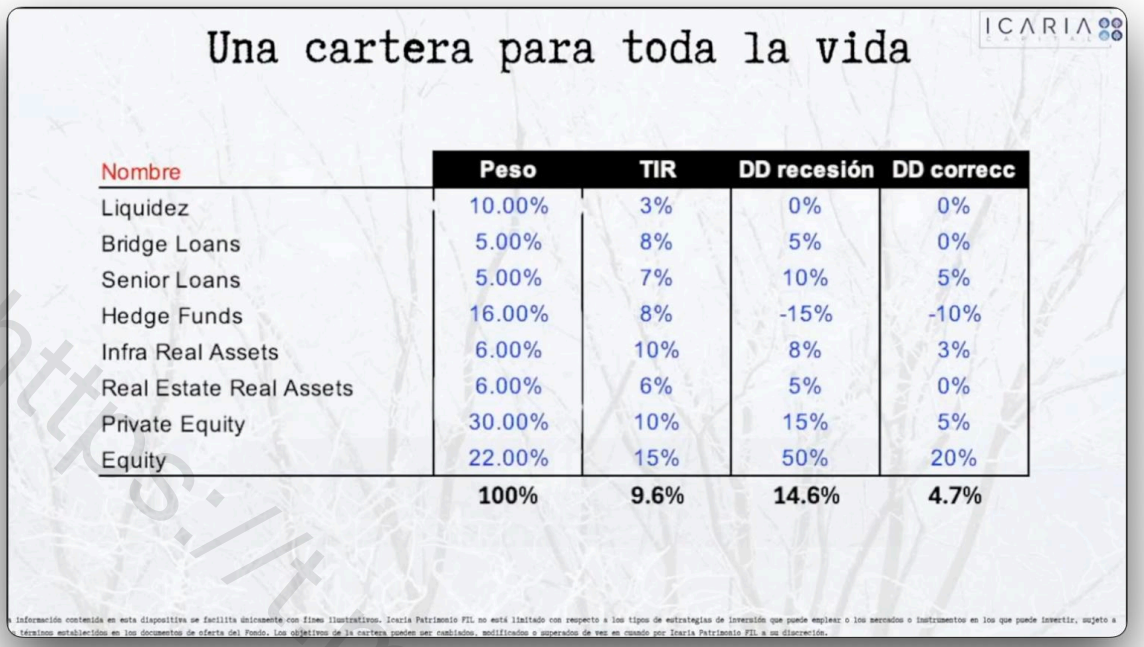
Hay una comisión de reembolso del 3% hasta abril de 2026, en favor de los partícipes, la gestora no se queda nada.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL, **delega la gestión en las mejores gestoras y fondos del mundo**, lo que implica tener una cartera de cientos de activos. Los fondos incluidos en esta presentación serán los contratados. **Las rentabilidades utilizadas para la presentación son netas de comisiones**. El folleto pone por normativa una comisión de hasta el 4%, pero es una forma de cubrirse las espaldas. Las rentabilidades que hemos visto, como ya se ha dicho, son netas, y no significa que el fondo vaya a tener un TER del 4%. Significa que por normativa, se incluye. Al final, si tenemos un fondo con una TIR neta, como ha tenido Alta Fox, del 31% después de comisiones, bienvenido sea si ese fondo cobra un 2,20%, que es lo normal en los Hedge-Funds americanos. Lo importante es lo que le llega al inversor, en neto. Nuestra expectativa con Alta Fox, por ejemplo, ni siquiera es del 30% anualizado que han obtenido, sino del 15%. Porque del MSCI World esperamos menos de la mitad.

Desde el primer momento de la suscripción, la cartera comenzará a invertir en todos los fondos mencionados.

Esto nos lleva al resumen de todo lo que hemos visto. **¿Cómo va a invertir esta cartera, este fondo de Icaria Patrimonio FIL?**



Nombre	Peso	TIR	DD recesión	DD correcc
Liquidez	10.00%	3%	0%	0%
Bridge Loans	5.00%	8%	5%	0%
Senior Loans	5.00%	7%	10%	5%
Hedge Funds	16.00%	8%	-15%	-10%
Infra Real Assets	6.00%	10%	8%	3%
Real Estate Real Assets	6.00%	6%	5%	0%
Private Equity	30.00%	10%	15%	5%
Equity	22.00%	15%	50%	20%
	100%	**9.6%**	**14.6%**	**4.7%**

La información contenida en esta diapositiva se facilita únicamente con fines ilustrativos. Icaria Patrimonio FIL no está limitado con respecto a los tipos de estrategias de inversión que puede emplear o los mercados o instrumentos en los que puede invertir, sujeto a los términos establecidos en los documentos de oferta del Fondo. Los objetivos de la cartera pueden ser cambiados, modificados o superados de vez en cuando por Icaria Patrimonio FIL a su discreción.

Al principio de la presentación comentamos, uno por uno, la categoría de cada activo, y cómo lo habían hecho a lo largo del año 2025. **Ha sido un comportamiento sobresaliente**, sobre todo teniendo en cuenta lo que han hecho los activos de riesgo. Así que el Asset Allocation final, será prácticamente idéntico a lo que se ve aquí.

Un 10% en liquidez o equivalentes. Esto es; Letras del Tesoro, pagarés, activos sin riesgo, cero riesgo, que generen una rentabilidad en torno a un 3% y que en una recesión no caigan.

Un 10% en Deuda Privada (Bridge Loans y Senior Loans).

Un 12% en Real Assets, activos reales, compuesto a su vez de un 6% en infraestructuras y un 6% en inmobiliario.

Un 16% en la parte que busca suavizar el camino, los Hedge-Funds, con track-record histórico desde 1995.

Un 22% en los fondos de difícil acceso, de Renta Variable, con rentabilidades extraordinarias.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Un 30% en compañías no cotizadas, Private Equity

Y todo esto nos deja un camino en el que la **volatilidad** esperada sería equivalente a la de un fondo de Renta Fija, muy baja, un tercio de la de la Renta Variable.

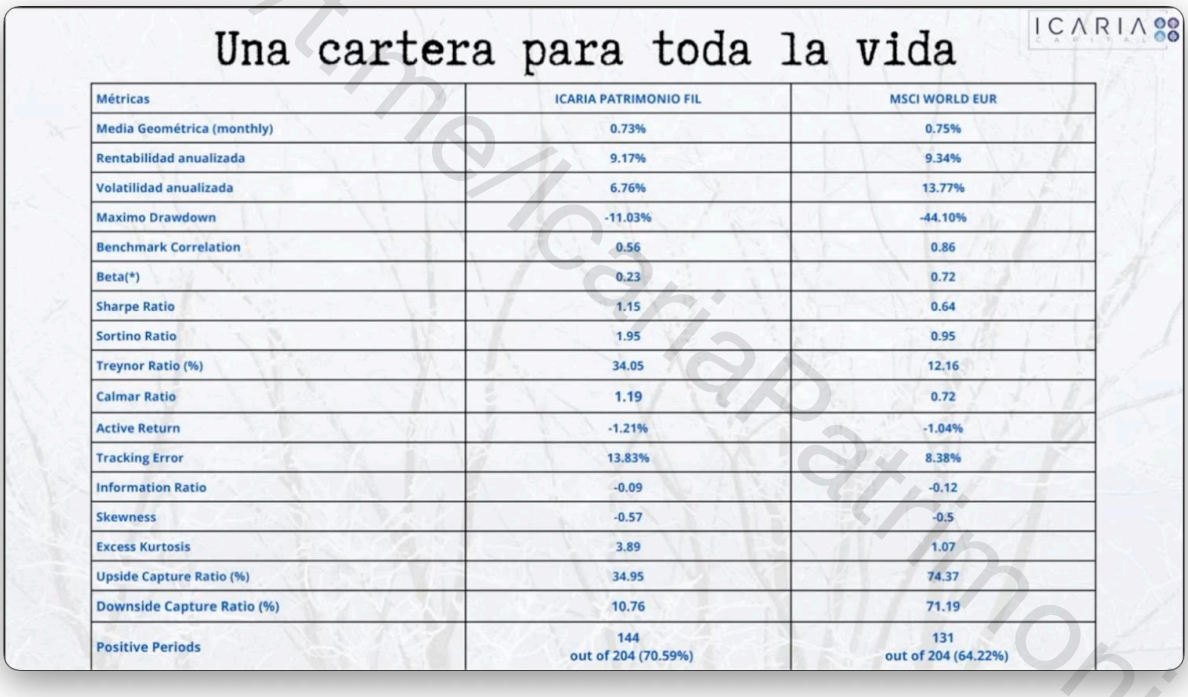
Y la **pérdida máxima**, en un escenario de apocalipsis, en el 2008 o similar, sería el equivalente a un fondo mixto, también defensivo.

Todo ello, con retornos de primer nivel. Ese es el objetivo. Es el modelo *Endowment* que hemos visto al principio, cómo repartían el dinero en base a todos esos activos que hemos ido explicando.

Y esta es la conclusión. Brutal.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Aquí tenemos el Backtest. Todo el mundo sabe que no me gustan los backtest. Soy el máximo enemigo de los Backtest, por lo que, por favor, toda la gente que invierta, que lo haga porque le gustan las gestoras, los Track-Record de primer nivel o por la oportunidad que supone entrar en fondos que tienen mínimos de inversión de 10 millones de euros, como el caso de Brevan Howard. Que sea por eso, por ir de la mano de los mejores, no por el Backtest.



Métricas	ICARIA PATRIMONIO FIL	MSCI WORLD EUR
Media Geométrica (monthly)	0.73%	0.75%
Rentabilidad anualizada	9.17%	9.34%
Volatilidad anualizada	6.76%	13.77%
Maximo Drawdown	-11.03%	-44.10%
Benchmark Correlation	0.56	0.86
Beta(*)	0.23	0.72
Sharpe Ratio	1.15	0.64
Sortino Ratio	1.95	0.95
Treynor Ratio (%)	34.05	12.16
Calmar Ratio	1.19	0.72
Active Return	-1.21%	-1.04%
Tracking Error	13.83%	8.38%
Information Ratio	-0.09	-0.12
Skewness	-0.57	-0.5
Excess Kurtosis	3.89	1.07
Upside Capture Ratio (%)	34.95	74.37
Downside Capture Ratio (%)	10.76	71.19
Positive Periods	144 out of 204 (70.59%)	131 out of 204 (64.22%)

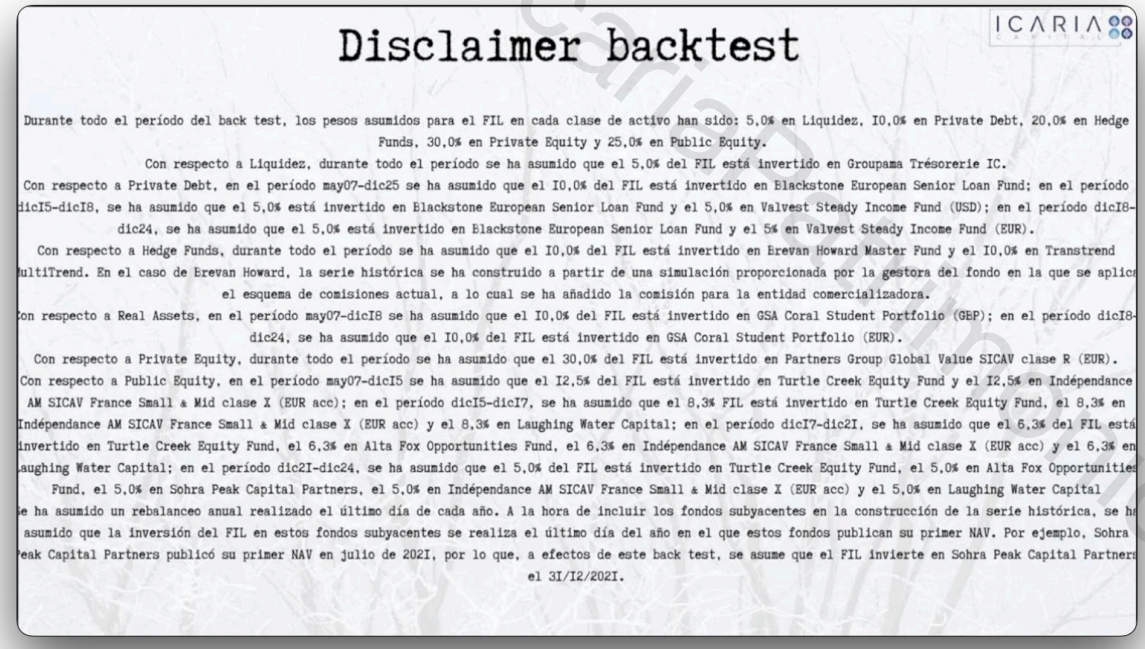
https://t.me/icariaPatrimonio

Hay gente que se pregunta **cómo se habría comportado el fondo en 2008 o en 2022**. Pues en 2008 tuvo un drawdown en torno al -10% o -11%, mientras que en el año 2022, cerró en positivo. Pero eso no significa nada, no significa que pueda venir una crisis como 2008 y caer un -15%, que es lo que yo creo que podría caer en una crisis global del perfil del año 2008. Podría ser **un riesgo parecido al de la Cartera Permanente**.

El Backtest, que nos ofrece una caída bastante inferior a la del -15%, no tiene ninguna validez. No le doy ninguna validez. Es que no me gusta nada.

Para lo que sí nos sirve el Backtest, es para conocer la volatilidad. Lo que vemos aquí, está todo calculado sobre rentabilidades mensuales, por lo tanto, también volatilidades mensuales anualizadas, tanto para el MSCI World, como para **Icaria Patrimonio FIL**. Por lo tanto, estamos comparando manzanas con manzanas, como debe hacerse.

La **volatilidad** será de aproximadamente **la mitad que la de la Renta Variable**, aunque creemos que finalmente será incluso inferior. Y el **drawdown** estará en torno a **un tercio el de la Renta Variable**, al igual que sucede en la Cartera Permanente, que son fondos con un perfil de riesgo muy parecido. No se parecen en nada en cuanto a composición, pero sí en cuanto a perfil de riesgo. El máximo periodo que podría estar en negativo, podría ser en torno a 3 años, mismo tipo que Cartera Permanente también. Es u**n horizonte de inversión para de al menos cinco años**. Mención especial al **Ratio de Sharpe de 1,15, que es espectacular**, lo que se busca es eso, maximizar el Ratio de Sharpe por encima de todo.



Disclaimer backtest

ICARIA

Durante todo el período del back test, los pesos asumidos para el FIL en cada clase de activo han sido: 5,0% en Liquidez, I0,0% en Private Debt, 20,0% en Hedge Funds, 30,0% en Private Equity y 25,0% en Public Equity.

Con respecto a Liquidez, durante todo el período se ha asumido que el 5,0% del FIL está invertido en Groupama Trésorerie IC.

Con respecto a Private Debt, en el período may07-dic25 se ha asumido que el I0,0% del FIL está invertido en Blackstone European Senior Loan Fund; en el período dicI5-dicI8, se ha asumido que el 5,0% está invertido en Blackstone European Senior Loan Fund y el 5,0% en Valvest Steady Income Fund (USD); en el período dicI8-dic24, se ha asumido que el 5,0% está invertido en Blackstone European Senior Loan Fund y el 5% en Valvest Steady Income Fund (EUR).

Con respecto a Hedge Funds, durante todo el período se ha asumido que el I0,0% del FIL está invertido en Brevan Howard Master Fund y el I0,0% en Transtrend DiversifiedTrend. En el caso de Brevan Howard, la serie histórica se ha construido a partir de una simulación proporcionada por la gestora del fondo en la que se aplicó el esquema de comisiones actual, a lo cual se ha añadido la comisión para la entidad comercializadora.

Con respecto a Real Assets, en el período may07-dicI8 se ha asumido que el I0,0% del FIL está invertido en GSA Coral Student Portfolio (GBP); en el período dicI8-dic24, se ha asumido que el I0,0% del FIL está invertido en GSA Coral Student Portfolio (EUR).

Con respecto a Private Equity, durante todo el período se ha asumido que el 30,0% del FIL está invertido en Partners Group Global Value SICAV clase R (EUR).

Con respecto a Public Equity, en el período may07-dicI5 se ha asumido que el I2,5% del FIL está invertido en Turtle Creek Equity Fund y el I2,5% en Indépendance AM SICAV France Small & Mid clase X (EUR acc); en el período dicI5-dicI7, se ha asumido que el 8,3% FIL está invertido en Turtle Creek Equity Fund, el 8,3% en Indépendance AM SICAV France Small & Mid clase X (EUR acc) y el 8,3% en Laughing Water Capital; en el período dicI7-dic2I, se ha asumido que el 6,3% del FIL está invertido en Turtle Creek Equity Fund, el 6,3% en Alta Fox Opportunities Fund, el 6,3% en Indépendance AM SICAV France Small & Mid clase X (EUR acc) y el 6,3% en Laughing Water Capital; en el período dic2I-dic24, se ha asumido que el 5,0% del FIL está invertido en Turtle Creek Equity Fund, el 5,0% en Alta Fox Opportunities Fund, el 5,0% en Sohra Peak Capital Partners, el 5,0% en Indépendance AM SICAV France Small & Mid clase X (EUR acc) y el 5,0% en Laughing Water Capital

Se ha asumido un rebalanceo anual realizado el último día de cada año. A la hora de incluir los fondos subyacentes en la construcción de la serie histórica, se ha asumido que la inversión del FIL en estos fondos subyacentes se realiza el último día del año en el que estos fondos publican su primer NAV. Por ejemplo, Sohra Peak Capital Partners publicó su primer NAV en julio de 202I, por lo que, a efectos de este back test, se asume que el FIL invierte en Sohra Peak Capital Partners el 3I/I2/202I.

Al final, a la hora de invertir en un fondo, lo importante es conocer lo que compone ese fondo, y la idea que hay detrás, no el Backtest. El Backtest, a mí no me sirve.

¿Y cuál es la idea detrás del fondo? Sentido común. Invertir en dinero, en tierras y en comercio. Algo que lleva vigente miles de años. No hay más que eso, no hay ideas raras ni extrañas. Es invertir en ese concepto, de la mano de los mejores del mundo, que por

suerte tenemos acceso a ellos. Y esa es la idea que hay detrás, desde el inicio, durante toda la vida del fondo y para siempre. Eso es lo que tendremos.

Para la gente que pregunta que al final hay una alta vinculación con el gestor, Carlos Santiso, se debe decir que tiene uno de los proyectos en su Family-Office que es muy parecido a este, que todos los fondos que se utilizan para ese Family-Office se van a utilizar en **Icaria Patrimonio FIL**, por lo tanto va a haber una sinergia de trabajo altísima para él, desde el momento que salga el fondo, que comenzará con más del doble del capital necesario para empezar, es un proyecto rentable, porque no le conlleva demasiado tiempo y tiene una sinergia altísima, por no decir absoluta, con otro de los proyectos importantes que tiene.

Así que, para quien le preocupe eso, la preocupación no debería existir porque no la hay. Y el gestor tiene una confianza ciega en **Icaria Patrimonio FIL**, al igual que en su día la tuvo con su otro proyecto, el de **Cartera Permanente**, que analizó durante miles de horas y de ahí nació su libro. Creía firmemente en el concepto, incluso en los peores momentos. Tenemos las cartas escritas en su página web durante el nefasto año 2022, donde decía que su confianza era absoluta, y el tiempo le ha dado la razón. Después de uno de los peores drawdowns de la Cartera Permanente, ha subido con fuerza. Estamos actualmente en el año 2025 con el MSCI World en -10% y la Cartera Permanente en +2%, que no está nada mal. Por lo tanto, este fondo de **Icaria Patrimonio FIL**, es una idea exactamente igual. Además, pudiendo ir de la mano de las gestoras y de los fondos mencionados en el vídeo, y tener la gran suerte de delegar en los mejores comités y equipos de inversión del mundo, para que el inversor simplemente tenga que sentarse y esperar con tranquilidad los retornos, ya que el camino va a ser bastante más tranquilo de lo que es habitual en fondos mixtos moderados o agresivos.

Si se tiene cualquier duda, se puede consultar directamente al gestor, siempre disponible en redes sociales;

Twitter -> https://x.com/IcariaCap

Telegram -> https://t.me/IcariaCapital

E-mail -> carlos.santiso@icariacapital.es

https://t.me/IcariaPatrimonio

ICARIA PATRIMONIO FIL

Preguntas frecuentes

ACTIVO	PESO	RENTABILIDAD	VOLATILIDAD	MÁXIMA CAÍDA
LIQUIDEZ	10 %	3 %	0 %	0 %
BRIDGE LOANS	15 %	8 %	0 %	5 %
SENIOR LOANS		7 %	5 %	10 %
HEDGE-FUNDS	10 %	8 %	-10 %	-15 %
INFRAESTRUCTURAS	15 %	10 %	3 %	8 %
INMOBILIARIO		6 %	0 %	5 %
PRIVATE EQUITY	30 %	10 %	5 %	15 %
RENTA VARIABLE	20 %	15 %	20 %	50 %
TOTALES	100 %	9,17 %	6,76 %	11,03 %

https://t.me/IcariaPatrimonio

1-¿Icaria Patrimonio FIL tendrá algún artículo o folleto previo a su lanzamiento?

Vídeo explicativo: https://www.youtube.com/watch?v=GwYJ6iXL8Lg

Folleto de la CNMV: https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=YHJk8HmDKxkhOd4dVzT%2fxUTp4XFGi7tX%2fLGWZmcPZpBknv7VuEGvF9Pu7CatfXRG

2-¿Métricas generales de Icaria Patrimonio FIL?

- Se conoce la volatilidad del fondo, que estará en torno al 6%.
- El drawdown será menos de un tercio que el de la renta variable.
- En el Family Office, desde mayo de 2022, ha habido únicamente dos meses negativos: -0.05% (flat) y -0.15%.

El Sharpe ratio, Ulcer Index o Tracking Error medidas, son más relevantes en la gestión cuantitativa, que depende de la robustez de un algoritmo. En cambio, para este fondo, la selección de activos se basa en un enfoque de "*value investing*", priorizando el

análisis cualitativo y la comprensión profunda de los activos subyacentes. Se enfoca en activos que, en un escenario de catástrofe, se comporten razonablemente bien. El enfoque principal está en entender los activos y asignarles la ponderación apropiada para equilibrar el rendimiento del fondo.

3-¿Icaria Patrimonio FIL tendrá traspasabilidad de entrada y salida desde otros FI tradicionales, de gestión activa o indexados?

Sí, es posible la traspasabilidad entre fondos, de entrada y salida, como cualquier otro fondo. Sin embargo, es crucial tener en cuenta que la liquidez del fondo Icaria Patrimonio FIL es mensual. Esto significa que, aunque la traspasabilidad es posible, las operaciones de entrada y salida solo se ejecutarán en las ventanas de liquidez mensuales, con el aviso previo indicado en el folleto. Por lo tanto, el movimiento del dinero no será inmediato, sino que se hará efectivo cuando se ejecute la ventana.

4-¿Necesito una cuenta gestionada de Andbank, o puedo invertir desde una cuenta de valores tradicional?

Sólo haría falta una cuenta normal, no gestionada. El proceso es gratuito y totalmente asistido por un gestor.

5-¿Exista una cantidad mínima de aportación mensual posterior a la inicial?

En Icaria Patrimonio FIL no existe un mínimo para las aportaciones adicionales posteriores.

6-¿Comisiones de Icaria Patrimonio FIL?

- Comisión de gestión: 0.69% o 0.99% (dependiendo de la clase).
- Comisión de depósito: 0,07%
- Comisión de reembolso: 3% hasta abril de 2026 (se reparte entre los partícipes).
- Rentabilidad mostrada: Neta de comisiones de los fondos subyacentes, pero antes de la comisión de gestión del 0.69% o 0.99%. Es decir, a la tabla mostrada habría que descontar la comisión a la rentabilidad total.

7-¿Cuándo estará disponible el fondo?

A partir de mayo de 2025, se abrirá la primera ventana mensual de inversión para los primeros partícipes.

https://t.me/IcariaPatrimonio

8-¿Cuáles son algunos de los fondos dentro de Icaria Patrimonio FIL?

- **Liquidez:** Groupama Tresorerie IC
- **Deuda Privada**: Blackstone European Senior Loan, Valvest Steady Income Fund, Oquendo Senior Loans.
- **Real estate**: GSA Coral Student Portfolio (EUR)
- **Infraestructuras**: Hamilton Lane Infrastructure Fund, Goldman Sachs Vintage Funds.
- **Hedge Funds**: Brevan Howard Master Fund, Transtrend Diversified Trend Program, Campbell Absolute Return, Elliott Associates LP Fund.
- **Private Equity**: Partners Group Global Value SICAV Class R (EUR), Hamilton Lane Private Equity Fund.
- **Renta variable**: Turtle Creek Equity Fund, Indépendance AM SICAV, Laughing Water Capital, Alta Fox Opportunities Fund, Sohra Peak Capital Partners, Voss Capital, One Main Capital.

9-¿Existirá información periódica sobre el fondo?

Después de que el fondo sea aprobado por la CNMV, se publicará un folleto informativo. Adicionalmente, se planea realizar comunicaciones periódicas a los partícipes. Trimestralmente, se enviará una carta o un vídeo, cuyo formato está aún por decidir. Anualmente, se realizará un vídeo o una carta. Si el fondo alcanza un determinado volumen, es probable que se organice un evento anual en Madrid para explicar en detalle los activos y las perspectivas del fondo. Este evento sería particularmente útil debido a la complejidad de los activos, a diferencia de productos más sencillos como MyInvestor Cartera Permanente

10-¿Liquidez de Icaria Patrimonio FIL?

Mensual para suscripciones, trimestral para reembolsos. Valor Liquidativo del último día hábil del mes, actualizándose una vez al mes. Reembolsos los días 31 de marzo, 30 de junio, 30 de septiembre y 31 de diciembre de cada año, o el anterior día hábil. No se exigirá preaviso para suscripciones, mientras que se exigirá un preaviso de 20 días naturales para reembolsos de cualquier importe. La iliquidez es lo que permite obtener la rentabilidad esperada del fondo y, al mismo tiempo, reduce la volatilidad. Del mismo modo, la iliquidez juega un papel importante desde el punto de vista psicológico.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Nos ayuda a evitar decisiones impulsivas basadas en emociones, y nos protege de cometer errores en momentos de volatilidad del mercado. Además, esta característica contribuye a reducir la volatilidad del fondo porque limita las salidas masivas provocadas por pánico o reacciones emocionales. Como sabemos, gran parte de la volatilidad proviene más de las emociones de los inversores que de cambios objetivos en el valor real de los activos. Incluso los gestores profesionales, a veces lo pasan mal en determinados momentos, por lo que se destaca la importancia de la iliquidez de Icaria Patrimonio, para que el inversor cometa menos errores. Dar liquidez mensual en vez de diaria, ayuda a que el inversor esté más tranquilo.

11-Due Diligence

La parte más complicada del fondo es entender todos los activos para no invertir a ciegas. Es un trabajo continuo; en 2024, por ejemplo, se descubrió el fondo de Bridge Loans y el mejor hedge fund que se va a incluir. Implica conocer los fondos de primera mano, y el gestor lleva más de 10 años haciendo esto para Family-Office y conoce los fondos. Consiste en seleccionar lo mejor, y uno de los mejores Hedge-Funds que encaja en esta estrategia es Brevan Howard. También implica dar la ponderación apropiada a los activos, para que el rendimiento del fondo sea lo más equilibrado posible, asemejándose a la magia de la Cartera Permanente. No se centra en métricas cuantitativas, sino en comprender a fondo los activos, reuniéndose con los gestores del fondo de Bridge Loans, por ejemplo, para preguntar sobre reestructuraciones y la subordinación. Se busca activos que tengan el mejor binomio rentabilidad/riesgo en un escenario de catástrofe y que se comporten razonablemente bien en cualquier escenario, y se enfoca en Value Investing cuando se analizan los activos.

12-¿Cómo se podría comparar Icaria Patrimonio FIL con MyInvestor Cartera Permanente, en ratios como volatilidad y drawdown máximo? ¿Sería Icaria un vehículo más eficiente en términos de Sharpe en el medio plazo (5 años)?

Icaria Patrimonio FIL es menos volátil, con mismo drawdown y mayor rentabilidad. Icaria Patrimonio no tiene oro, no tiene deuda gubernamental, no tiene gran correlación con MyInvestor Cartera Permanente, no comparten demasiados activos. En renta variable, por ejemplo, Icaria tiene fondos delegados en Turtle Creek o Alta Fox, con mínimos de 2 millones. Ninguno de ellos tiene las 7-Magníficas dentro.

https://t.me/IcariaPatrimonio

13-¿Cómo podría "solaparse" una estrategia de inversión mixta entre Icaria Patrimonio FIL y Return Stacked Offroad FIL?

La principal coincidencia entre ambas estrategias se encuentra en la parte de Hedge Funds, que podría representar alrededor del 15-16% de solapamiento. La deuda privada presente en Icaria Patrimonio no tiene cabida en estrategias de Return Stacking o Carteras Permanentes. Los activos reales (infraestructuras y Real Estate) no están presentes en Return Stacking. La parte de Equity en Icaria Patrimonio, se enfoca en inversiones fuera de Estados Unidos, con gestores que descubren compañías en mercados internacionales muy diversificados, como Polonia o Australia, entre otros, lo cual es diferente a la renta variable tradicional presente en Return Stacking.

14-La volatilidad inversa de los Hedge-Funds es porque tienen beta negativa y se espera que se comporten de forma descorrelacionada, y suban cuando la RV baje bruscamente, ¿verdad?

Sí, es por su beta negativa. Sí que es cierto que no es como si fuera una cobertura hecha mediante futuros, cuya beta negativa es de menos uno, siempre fija. Icaria Patrimonio FIL tendrá una beta dinámica, dependiendo de la crisis. Habrá veces que no vaya a tener esa beta negativa. Sí que es cierto que los fondos que se han elegido, son los que tienen un histórico de un mayor acierto en cuanto a beta negativa (Brevan, Trastrend y Campbell) cuyo histórico en algunos casos es de casi 40 años, y siempre lo han hecho muy bien cuando más se les necesita, que es en las recesiones. Dentro del mundo de los Hedge-Funds, hay muchos otros tipos que no se incluyen, porque para lel gestor, la rentabilidad tiene que venir de la otra tipología de activos (renta variable, deuda privada, real assets.)

15-¿Tiene pensado Icaria Patrimonio FIL tomar posición en futuros u opciones?

No, todo va a ser a través de los fondos que se han comentado, con los mejores track-record del mundo, y lo único que se hará será una cobertura parcial de algunos de los fondos en dólares. No es una decisión activa. Por ejemplo, los fondos de Bridge Loans, son préstamos americanos en dólares. Pero la clase en la que se invierte es una clase cubierta, con una estructura ya hecha. Pero en aquellos fondos que no tengan cubierto el activo, se hará una cobertura parcial.

https://t.me/IcariaPatrimonio

16-¿Existe alguna estimación de cuál podría haber sido el rendimiento de Icaria Patrimonio FIL en años como 2018 o 2022, con esos pesos asignados hoy a cada activo?

La rentabilidad, tanto en 2018 como en 2022, habría sido positiva. Y tampoco hubo un drawdown significativo. En el año 2018 aguantaron muy bien Real Assets y Deuda Privada, y en el año 2022 aguantaron muy bien los Hedge-Funds, con subidas de más del 20%. Drawdowns ha habido en 2008, alrededor del 11% y en el 2020 alrededor del 10%. Y en 2022, llegó a caer un 5%, pero cerró el año en positivo. Todos son resultados netos de comisiones. Es decir, una tranquilidad absoluta durante toda tu vida de inversor. No es algo que cuando todo caiga vaya a subir, sino que es algo que tiene una beta muy baja respecto a renta variable.

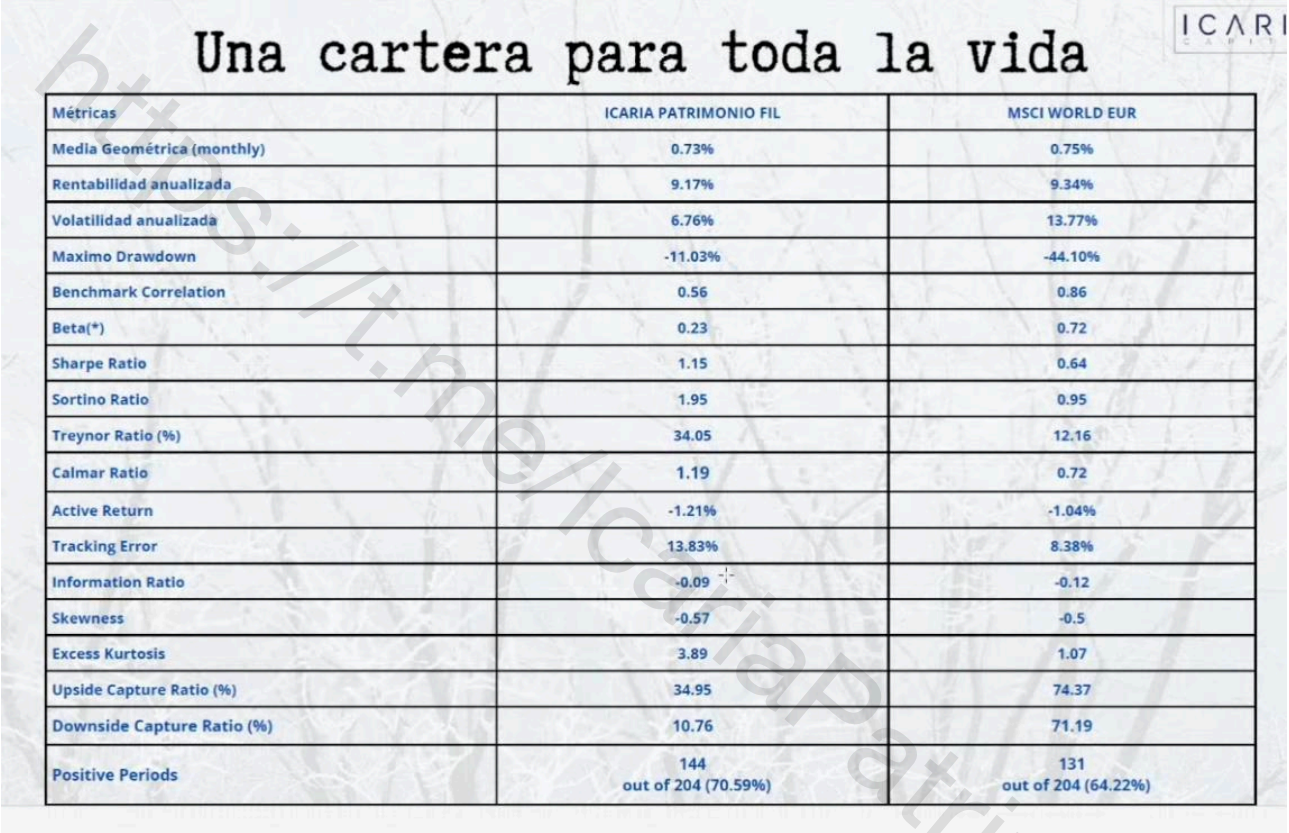
https://t.me/IcariaPatrimonio

17-¿Se ha estimado cómo se habría comportado en rentabilidad Icaria Patrimonio FIL en los primeros tres meses de 2025? ¿Más cercano a la Cartera Permanente o sufriendo como Return Stacked Offroad?

En 2025, llegó a estar 0,8% negativo y, a fecha de finales de abril, no llega al 0,5% negativo. Prácticamente plano.

18-¿Se han calculado el Ulcer, el Sortino, el tiempo bajo el agua o los Positive Rolling Years, basándose en esos pesos que piensa dársele a cada activo?

Las métricas son sobresalientes. Desde 2007, Sharpe de 1,15, Sortino de 1,95 y Calmar de 1,19, con el 71% de los meses en positivo. Aunque los inversores deberían guiarse por los activos de primer nivel que hay dentro del FIL, no por los ratios.



Una cartera para toda la vida

ICARI

Métricas	ICARIA PATRIMONIO FIL	MSCI WORLD EUR
Media Geométrica (monthly)	0.73%	0.75%
Rentabilidad anualizada	9.17%	9.34%
Volatilidad anualizada	6.76%	13.77%
Maximo Drawdown	-11.03%	-44.10%
Benchmark Correlation	0.56	0.86
Beta(*)	0.23	0.72
Sharpe Ratio	1.15	0.64
Sortino Ratio	1.95	0.95
Treynor Ratio (%)	34.05	12.16
Calmar Ratio	1.19	0.72
Active Return	-1.21%	-1.04%
Tracking Error	13.83%	8.38%
Information Ratio	-0.09	-0.12
Skewness	-0.57	-0.5
Excess Kurtosis	3.89	1.07
Upside Capture Ratio (%)	34.95	74.37
Downside Capture Ratio (%)	10.76	71.19
Positive Periods	144 out of 204 (70.59%)	131 out of 204 (64.22%)

https://t.me/icariaPatrimonio

19-¿Cuándo se recomienda hacer las aportaciones mensuales? Es decir, si el Valor Liquidativo lo tenemos, por ejemplo, el 30 de junio y de nuevo el 31 de julio, ¿cuándo sería el momento ideal de ordenar una nueva suscripción con la liquidez que se tenga en cada mes, o un traspaso desde otro fondo, de cara a aprovechar al máximo no tener nuestra liquidez parada en efectivo puro o en un monetario?

Para suscribir, no hay preaviso. Se suscribe durante el mes, y se ejecutará con el Valor Liquidativo del último día hábil de mes. Se modificará el preaviso para reembolsos a 45 días.

20-¿Se podría saber a qué fecha correspondería al drawdown máximo del 14,6% anunciado?

Se corresponde con el año 2008. Porque aunque en 2008 el drawdown fue del 11%, hablamos de retornos mensuales. Si hablásemos de retornos diarios, sería un drawdown del 15%, que es más o menos el perfil de riesgo de la Cartera Permanente.

https://t.me/IcariaPatrimonio

21-¿Se sabe cuántos días durarán las ventanas mensuales de aportación?

Todas las suscripciones que entren antes de final de mes, entrarán con Valor Liquidativo de final de mes, que se conocerá durante el mes siguiente.

22-Si al final se confirma una recesión en 2025/2026, ¿hasta qué punto nos cubrirían los Hedge-Funds de una caída del 30% en Renta Variable?

En el año 2008, Brevan Howard EUR hizo un +50%, y Transtrend hizo un +40%. Por lo tanto, te podrían cubrir hasta el 100% de las caídas de Renta Variable. Pero en las estimaciones para Icaria Patrimonio FIL se considera que podría cubrir un 15-20%. En una crisis como 2008, que es la mayor crisis de los últimos 50 años, el fondo como mucho caería un 15%, de nuevo, lo que podría esperarse para la Cartera Permanente. En 2022, que fue la peor crisis de la Cartera Permanente, cayó un 12%. Es lo que se espera,

no por los backtests, sino por el conocimiento del gestor sobre los fondos subyacentes, que tiene mucho más valor.

23-Si el Valor Liquidativo se actualiza cada mes, ¿cómo afecta eso a la volatilidad que perciba el inversor? Es decir, ¿en un mes podrá ver caer la inversión ese anunciado 4,7%, o será un camino más apacible, observando más a menudo retornos mensuales medios de aproximadamente el 0,75%?

Los ratios publicados son sobre datos mensuales, pero si se comparan con datos mensuales de Renta Variable, serían lo mismo. Tanto lo que se muestra en la gráfica comparativa de Icaria Patrimonio FIL como la del MSCI World, son igualmente mensuales. Se habla de lo mismo. La volatilidad de Icaria Patrimonio FIL es la mitad (posiblemente incluso menos) y el drawdown será de un tercio o un cuarto el del MSCI World. Comparando de igual a igual.

24-Si un fondo subyacente como Alta Fox cierra su ventana en junio de 2025, y alguien decide invertir en Icaria después de esa fecha, ¿podrán estar dentro de Alta Fox también? ¿Sería un soft-close para nuevos inversores, pero al estar Icaria dentro como inversor antes del cierre, los nuevos partícipes de Icaria seguirían estando dentro de ese "pocket" previo de Alta Fox?

No habría problema, porque efectivamente sería un soft-close. Y un soft-close implica que, si ya estás dentro del fondo subyacente, puedes incrementar tu posición desde Icaria Patrimonio FIL como partícipe de ese fondo.

25-¿Se confirma que en Renta Variable no estaremos expuestos a las Mag-7? ¿Cómo de correlacionados estarán los fondos de RV con el MSCI World o el S&P500?

Efectivamente, ninguno de los fondos que componen Icaria Patrimonio FIL, incluyen las llamadas "7 Magníficas (Apple, Google, Amazon, Microsoft, Facebook, Tesla y NVIDIA). No se estará expuesto a empresas con múltiplos de 50, 60, o 90. Todos los fondos que compondrán Icaria Patrimonio FIL en Renta Variable son fondos de nicho, que invierten en Small o Mid-Cap, y todos están a múltiplos de derribo. Lo cual no significa que si llegase una crisis como la de 2008 no fuesen a caer, sino que los retornos a 10 años vista van a ser significativamente mejores.

https://t.me/IcariaPatrimonio

26-¿Posibilidad futura de pignoración de Icaria Patrimonio FIL, si hacia 2026 los tipos bajan del 2%, y se puede conseguir un interés swap+1% atractivo a cinco años? ¿Es Icaria Patrimonio FIL un vehículo relativamente atractivo para aumentar la cantidad invertida en él, pignorándolo esos cinco años, con una posibilidad real de que la rentabilidad sea superior al swap+1% del crédito?

De momento no hay información al respecto, será algo que se intentará resolver a partir de junio/julio. Respecto a si superará Swap+1%, desde luego, y además los periodos *underwater* serán similares o incluso mejores a los de la Cartera Permanente, que es significativamente mejor que los periodos *underwater* de Renta Variable, porque tiene un perfil de riesgo mucho más bajo, no porque sea un perfil de activo mejor. Tiene sus pros y sus contras, pero será así.

27-¿Sería Icaria Patrimonio FIL una réplica directa del Family-Office actual del gestor, o habrá matices, como ajustes en los pesos de Icaria Patrimonio FIL para modificar la volatilidad final, e inclusión de nuevos activos descubiertos en 2025, que no están en el Family-Office?

Será muy parecido, no exactamente igual. Porque en el Family-Office se tiene una SIL, para invertir en gran parte de los activos más líquidos. Entonces, una gran parte del patrimonio del Family-Office está por fuera invertido en fondos tradicionales, de los de Capital Call. Mientras, Icaria Patrimonio FIL estará por completo en fondos Evergreen de Private Equity.

28-¿Los informes de NACUBO NCSE son un buen punto de partida para que el inversor de Icaria Patrimonio FIL siga informándose y aprendiendo sobre *Endowments*, en caso de que la filosofía de Icaria Patrimonio FIL pueda verse reflejada de algún modo en esos informes, aunque obviamente no coincida en los datos exactos de retornos y Asset Allocation?

Sí, son un buen punto de partida para que el inversor sepa la filosofía de los *Endowment*. En realidad, la filosofía de *Endowment* es el sentido común de la diversificación. Estaríamos hablando de que personas con grandes patrimonios, invierten en inmuebles, infraestructuras, empresas cotizadas y no cotizadas, deuda, monetarios, etcétera. Es lo que tendría cualquier persona que tenga un patrimonio lo suficientemente amplio para diversificarlo. Es puro sentido común, es un método de gestión que lleva con

https://t.me/icariaPatrimonio

nosotros miles de años. Entonces, desde ese punto de vista, Icaria Patrimonio FIL sí que sería muy parecido a esos grandes *Endowments*, pero si analizamos línea por línea, habría ciertas diferencias. El perfil de los *Endowments* de riesgo es más alto, como lo son los retornos esperados. Los *super-Endowments* tienen retornos del 12-13%. En nuestro caso el objetivo de retorno está más bien entre un 8-9%, que es equivalente al de la Renta Variable de los últimos 50 años. Por lo que sí se parece bastante, pero no es exactamente lo mismo. I Icaria Patrimonio FIL es algo adaptado a lo que necesita la mayor parte de los inversores españoles con un cierto patrimonio.

29-¿Hasta qué punto puede influir en Icaria Patrimonio FIL la gestión activa del propio Santiso, si son fondos externos y ajenos a Andbank? ¿Sería en este caso como delegar la gestión del propio FIL, diversificar en muchos gestores (los mejores) cada una de las patas de la estrategia, dejando a Carlos con su extenso conocimiento la labor de investigación de nuevas oportunidades de inversión futuras, y de rebalanceos oportunos? Si no he entendido mal, realmente nuestros gestores serán los de esos fondos institucionales, y Santiso y su equipo se dedicarán a asignar porcentajes de la cartera a esos fondos, o rotar si encuentran algo mejor, pero el Track-Record de esos fondos seguirá siendo el que ha sido siempre.

El gestor se dedica principalmente al Family-Office en su día a día, por lo que todos los fondos que va a haber en Icaria Patrimonio FIL, los tiene también el Family, sin ser una réplica al 100%. Por lo tanto, a nivel de gestión, no tendría mucho sentido que abandonase algo que no le generará más trabajo. Al ser un producto cuyo Track-Record es el que es, con los mejores fondos del mundo, no hay que esforzarse en ese sentido, y por suerte la gente tiene acceso a ellos desde el FIL, porque por fuera es muy difícil acceder, y al no haber competencia, va a ser un éxito, igual que fue en su día la Cartera Permanente.

30-¿Hasta qué punto se parecería a Santander Patrimonio Diversificado FIL? También asegura que sigue filosofía "Endowment", y entre sus posiciones he encontrado a Altamar, Arcano y Blackstone European Senior Loan Clase A. Aquí la Memoria Anual completa, de 70 páginas: https://www.santanderassetmanagement.es/buscadorproductosback/file/concatPdf/?ids=pdfMemoriaAnual&codProd=IC0000081

https://t.me/IcariaPatrimonio

Puede parecerse en algo, pero Santander es más agresivo en cuanto a comisiones, y sus 10 posiciones principales no parece que sean del estilo *Endowment:* https://citywire.com/es/fund/santander-patrimonio-diversificado-a-fil/c869094

31-Ese fondo subyacente dentro de Icaria Patrimonio FIL que tiene una Clase cuyo mínimo es de 200 millones, ¿se podría saber cuál es?

Se trata de una clase concreta de Transtrend. Icaria Patrimonio FIL no accederá a esa clase concreta, sino a la de un millón de euros. Es un ejemplo paradigmático para que el inversor de Icaria Patrimonio FIL sea consciente del perfil de inversor que tiene esa gestora holandesa, un perfil de cliente de mayoritariamente *Endowments*.

32-¿La forma de invertir de Icaria Patrimonio FIL es similar a la que siguen los UHNWI?

Sí, los UHNWI (Ultra High Net Worth Individuals) son personas con altísimo nivel adquisitivo y patrimonio, superior a 30 millones de dólares por persona, apenas el 0,004% de la población mundial. Por lo tanto, Icaria Patrimonio FIL está orientado a una tipología de inversión exclusiva y de alto valor añadido. Son vehículos para inversores institucionales o UHNWI, que existen y están auditados desde hace décadas.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL

Track-record

ACTIVO	PESO	RENTABILIDAD	VOLATILIDAD	MÁXIMA CAÍDA
Groupama Tresorerie IC	5 %	3 %	0 %	0 %
Oquendo Senior Loans	10 %	7 %	5 %	10 %
Blackstone European Senior Loan Fund				
Valvest Steady Income Fund (EUR)		8 %	0 %	5 %
Hamilton Lane Infrastructure Fund	10 %	6 %	0 %	5 %
Goldman Sachs Vintage Funds				
GSA Coral Student Portfolio (EUR)				
Brevan Howard Master Fund	20 %	8 %	-10 %	-15 %
Transtrend Diversified Trend Program				
Campbell Absolute Return				
Elliott Associates LP Fund				
Turtle Creek Equity Fund	25 %	15 %	20 %	50 %
Indépendance AM SICAV France Small & Mid Class X (EUR acc)				
Laughing Water Capital				
Alta Fox Opportunities Fund				
Sohra Peak Capital Partners				
Voss Capital				
One Mail Capital				
Partners Group Global Value SICAV Class R (EUR)	30 %	10 %	5 %	15 %
Hamilton Lane Private Equity Fund				
TOTALES	100 %	9,1 %	6,7 %	11 %

https://t.me/IcariaPatrimonio

Críticas a Icaria Patrimonio

Crítica de Jesús Sequeira Pol (x.com/j_sequeirapol/)

(comentario del autor, en color rojo)

Conozco el producto y el gestor, del cual tengo buena opinión. A modo de síntesis: Los números que muestran son muy atractivos, pero son pasados, y hay que tener cuidado con la regulación, la transparencia y la liquidez.

No entiendo muy bien la problemática con los tres puntos que comenta; regulación, transparencia y liquidez. La regulación es la misma que para cualquier FIL, eso debe conocerlo el partícipe antes de entrar. La transparencia debería otorgarla el hecho de que el gestor tenga 10 años de experiencia en este tipo de carteras endowment y sea muy activo en redes sociales, e incluso en reuniones personales por vídeo con cada partícipe, para resolverle cualquier duda. Y en cuanto a la liquidez, poco queda por aclarar; mensual para aportaciones, trimestral para reembolsos, y si reembolsas antes de abril de 2026, te penalizan con un 3% que repercute en favor del resto de partícipes.

Crítica de Pedro Becerro (www.pedrobecerro.com)

(comentario del autor en color rojo)

Lo pintan muy bien, pero me parece que peca de sesgo de supervivencia. Tiene track-record de décadas, pero no implica que la próxima década vayan a hacerlo igual de bien.

Lo mismo que un fondo indexado, con la diferencia de la reversión a la media de la RV en los últimos 15 años, que lleva dando el 50% más de su rendimiento habitual. El S&P500, desde su creación, ofrece un 0,55 Sharpe aprox, y en los últimos 15 años lleva un Sharpe 1,04. Deberá regresar a la media.

Dice que los últimos años han sido muy buenos para la RV, anormalmente buenos y que vienen peores tiempos. Lo mismo se podría decir de los activos en los que invierte, pueden hacerlo mucho peor y por debajo de la RV.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Private Equity y los múltiplos de los fondos de RV son menores que los de la RV cotizada. Y el resto de activos no siguen los mismos parámetros que la RV cotizada.

Private Equity y Hedge Funds son una lotería. Llevan muchos años de viento de cola y no tienen por qué hacerlo bien los próximos años (al igual que la RV claro).

PE y Hedge-Funds se escogen con beta negativa e historial de 20 años, demostrando que cuando RV cae, estos suben. Los Hedge-Funds pueden ser una lotería si no se saben escoger bien, si no conoces cuáles son, si tienes un gestor sin experiencia en estos fondos. Pero Brevan Howard o Trastrend llevan décadas avalados por sus resultados y su comportamiento.

Luego, la comparativa con el MSCI World se quedan igual a 15 años (y tengo mis dudas de si han metido las comisiones para hacer el backtesting, porque si no lo han hecho se quedará muy por debajo...)

Sí han incluido las comisiones subyacentes en la tabla comparativa con el MSCI World, y se queda igual en rentabilidad pero con la mitad de volatilidad y un tercio del drawdown, que no lo comenta en la crítica, así que cualquiera lo firmaba, incluso si en vez del 8-9%, el FIL acaba rentando un 7%, ya sería un Sharpe mucho más elevado que el MSCI World.

Además tiene una comisión superior al 1% lo cual es bastante elevado además del mínimo de inversión, etc.

De las menores comisiones en fondos de autor de este tipo, el 1,07%, siendo un fondo único en España sobre el modelo endowment. Algunos otros fondos parecidos tienen el doble de TER (Santander Patrimonio, Banca March Endowment, Arcano o Altamar)

Siento ser tan crítico, pero desde hace años decidir simplificar al máximo y pagar las menores comisiones posibles pues es uno de los pocos elementos que podemos controlar.

Es lícito buscar las menores comisiones, como es lícito preferir un Alta Fox con un 31% de rentabilidad neta, después de unas comisiones 10 veces mayores que un fondo indexado tradicional con rentabilidades, siendo muy optimista, del 15%. También se

https://t.me/LeoniaPatrimonio

puede controlar la volatilidad de un activo, y en indexados a RV es del 16% con Drawdown del -55%. Nada que ver con esto, en perfil de riesgo.

Crítica de Luis Ángel Hernández (x.com/luisangelhern31)

(comentario del gestor en color azul)

(comentario del autor, en color rojo)

Vídeo de Luis Ángel, comentando el FIL: https://www.youtube.com/watch?v=heGS7Fz7iMc

Está bien el vídeo, en algunas cosas. En otras, la verdad, no comparto lo que dice.

La premisa de Icaria Patrimonio FIL, como he dicho siempre, está en ofrecer un comportamiento estable y robusto a lo largo del tiempo, y así será.

El hecho de tener un Valor Liquidativo mensual, en vez de diario, no implica que no haya pasado nada durante el mes. Implica mayor sensatez. Y es que hemos visto días donde la renta variable se ha movido un 10% en un solo día, que es la rentabilidad media anual del FIL. Y ha sucedido en tan solo un día. Eso, para muchos inversores, es incómodo.

Por otro lado, la cartera que se va a contratar de inicio, será la misma en un 90% a la que habrá dentro de un año, cuando el fondo tenga mucho más capital. Por suerte, tenemos acceso a muchos de los fondos que he hablado en el podcast, que son de las mejores opciones que hay con su track-record disponible, al igual que otros fondos de renta variable que analiza Luis, no entiendo la distinción que hace.

Por último, decir que añadir más alternativos no es por buscar más Alpha, es por tener la cartera que a todo gran inversor le gustaría tener. Esos alternativos, como el caso de GSA Coral, implica tener residencias de estudiantes a lo largo de todo el mundo, siendo un player Top 1 a nivel mundial en la gestión de los mismos. Implica tener activos de infraestructura brownfield, es decir, ya en funcionamiento, con sus contratos firmados. Implica tener empresas cotizadas y no cotizadas, e implica tener deuda privada entre otros vehículos, a través de uno de los más grandes de Europa, que es Blackstone, con foco en deuda europea, donde la rentabilidad anualizada los últimos 16 años ha sido

https://t.me/IcariaPatrimonio

considerablemente superior al Investment Grade de largo plazo, con una volatilidad y drawdown inferior.

Al final hablamos de tener una cartera con:
-Inmuebles en directo.
-Infraestructuras en directo
-Deuda privada
-Empresas no cotizadas
-Empresas cotizadas.

Lo cual supone tener un mix de activos en propiedad que sólo tiene sentido común detrás. Podría ser el mix que una persona por libre decidiese tener.
Con esto me refiero a que no implica tener "alternativos" por tener.

Está bien la visión que da, pero en el Banco Santander (y otros bancos) para patrimonios de más de 30 millones de euros, en la división de Ultra High Net Worth Individuals, es el mismo servicio que dan.

https://www.santanderprivatebanking.com/our-clients/private-wealth
https://www.bancosantander.es/en/banca-privada
https://economia3.com/2023/06/01/581125-quienes-son-los-hnwi-una-mirada-al-1-mas-rico-del-planeta/

Y no sólo en los bancos, hay muchos otros sitios donde también lo hacen: Arcano, Wealth Solutions, Altamar, etc. No venimos a inventar la rueda, es lo que ya se hace con los inversores minoristas con mayores posibilidades, y hacerlo más accesible para todos, ni más ni menos.

En mi opinión, hay intención de criticar por criticar, porque si por algo me caracterizo, es por ser prudente a la hora de dar mensajes, y el Asset Allocation del fondo será equivalente al que empecé hace diez años, en el Family-Office del que era director de inversiones; Asteriscos, propiedad de Disashop. Por ello, todas las gestoras de los fondos que invertimos, y que son Top 1, me conocen y me dan acceso.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Transtrend o Brevan Howard, por ejemplo, son destino de muchos de los endowments más top del mundo, y nosotros los tendremos en cartera desde el día uno.

A mí, me ha parecido un buen vídeo, la verdad. Por encima de la media de lo que hay en YouTube, sobre todo porque está analizando un campo muy complejo y no es fácil.

Dicho esto, las conclusiones no las comparto. Es el asset allocation que hacen en España si tienes un patrimonio de muchos millones, por lo que debería valer también, si tienes la suerte de tener acceso con 100k

Liquidez trimestral, no debería ser un problema si inviertes a largo plazo.

Creo que como se indica, se busca un poco la crítica, aunque el conjunto del vídeo y del análisis, está bastante bien.

Con la poca información que hay disponible, es complicado hacerlo mejor. Y la verdad, que ha hecho bastante trabajo, y eso poca gente lo hace, y creedme, que esto lo sé a ciencia cierta (la mayor parte de los análisis son muy flojos).

El vídeo es un poco flojo, en algunos momentos. Divaga mucho al principio. No menciona que Santiso lleva 10 años eligiendo fondos, y ese método lo va a replicar en el FIL. No ha preguntado sobre la alineación de intereses, la pone en duda y no informa si Carlos está "skin in the game".

Hace mucho hincapié en las comisiones indirectas del (máximo) 4% por folleto, pero no aclara que esas subyacentes ya están descontadas de la tabla final de métricas. Estaría bien que, por ejemplo, cuando habla de rentabilidades de los fondos que integran el FIL, dijera siempre que son netas, después de comisiones, para no confundir. Cuando habla de Deuda Privada, se le olvida mirar arriba el Loss Rate de 0,2% y un minuto después, dice que le gustaría conocer ese dato (creo). Es escéptico por naturaleza, busca la crítica, no cabe duda.

Es riguroso y honesto. Y muy dedicado en todo lo que hace. Pero claro, no puede dominar todo, ni saber más que el propio gestor. Creo que comete un error al centrarse en el primer vídeo, cuando en el segundo se actualizaron muchas cosas y será el válido y

https://t.me/LeariaPatrimonio

más cercano al asset allocation final del FIL, y se lía comparando. No sabía comentar que "DD Corrección" era similar a volatilidad. No entiendo que "lo desprecie" diciendo que sólo es para institucionales, y que no lo recomendaría por la iliquidez. Si un inversor minorista quiere esa asignación de alternativos como los grandes endowments, quiere ese nivel de volatilidad y no le supone ningún problema la liquidez trimestral, no le veo ningún pero a entrar en el FIL.

Dice que el impacto de las comisiones podría ser altísimo, pero desprecia un poco los track-récords de los subyacentes, y no menciona que comisiones de ellos ya deberían estar descontados de las estimaciones finales (salvo el 1,07% de comisión directa).

Acaba el vídeo mojándose personalmente y diciendo que le parece un buen fondo, que lo recomendaría a ciertos inversores con mucho patrimonio, y que le gusta más este fondo que los de Return Stacked, porque tiene aversión al apalancamiento, de cualquier tipo.

Segunda crítica de Luis Ángel, días después;

Es un producto interesante para los altos patrimonios que quieran diversificar su cartera y acceder a fondos muy buenos que en algunos casos no son accesibles para el retail (si para el institucional).

Ahora, la mezcla de tantos productos distintos puede diversificar y limitar las caídas, pero el poco peso en RV y los costes, me hacen dudar si otro tipo de fondos o carteras Core-Satélite no obtendrán similar rentabilidad/riesgo sin tanto sufflé o costes.

Lo bueno es que una vez lanzado ya se podrá comprobar todo lo que ha prometido del pasado; que los Hedge-Funds no caen cuando cae la RV, las rentabilidades por activos y su volatilidad, etc…

Duda legítima sobre si con ese pequeño porcentaje de RV pura, se obtendrían esos retornos, pero está obviando que, junto con Private Equity (RV no cotizada) ya llega al 50% de RV de calidad. Para mí, el "sufflé" no son más que 20 fondos Top mundiales, al 1% de comisión total, ya que todas las rentabilidades anunciadas ya son netas de comisiones. Coincido en que lo bueno es que una vez ya esté funcionando, se podrán ir comprobando las promesas previas.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Sobre la volatilidad de Icaria Patrimonio FIL

Imaginamos que queremos saber cuán "normal" o "probable" es que su valor suba o baje.

La desviación típica es una medida que te dice cuánto se suele mover el valor del fondo (hacia arriba o hacia abajo) respecto a su promedio habitual. Es como el "rango típico" de sus cambios.

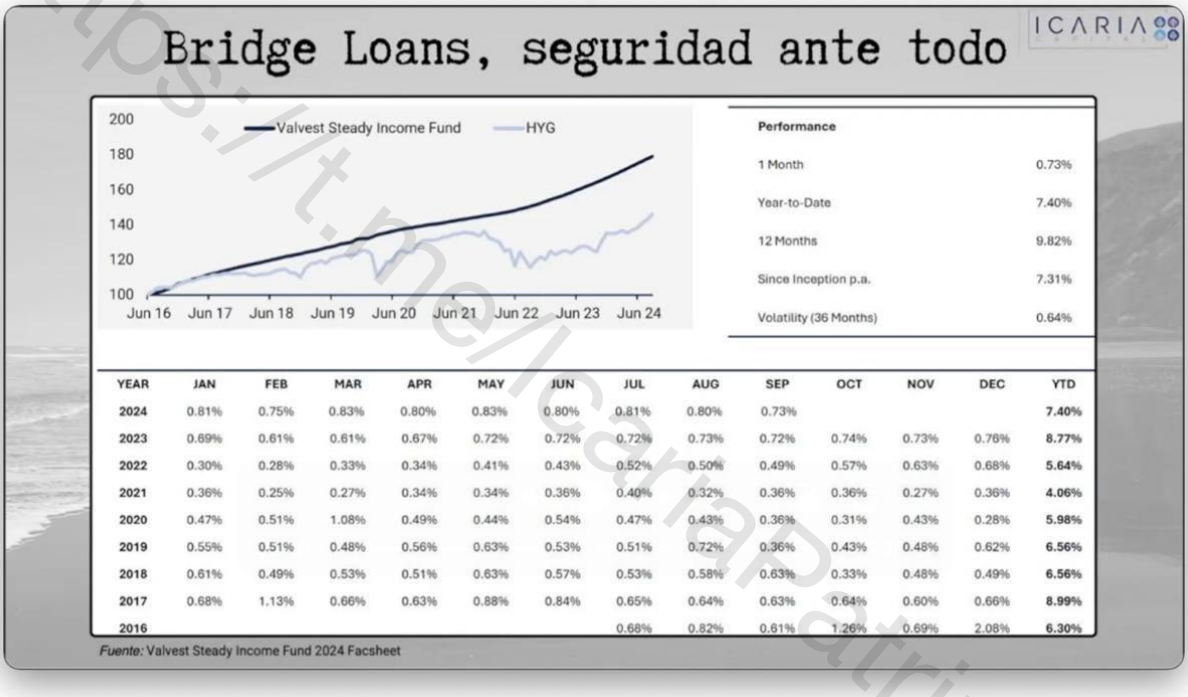
Una desviación típica; esto cubre la mayoría de los movimientos "normales" del fondo. En términos de probabilidad, si los rendimientos del fondo siguen una distribución normal (como una campana de Gauss), aproximadamente el 68% de las veces los cambios estarán dentro de este rango. Por ejemplo, si el fondo tiene un rendimiento promedio del 9% al año y una desviación típica del 6%, significa que ***el 68% de las veces el rendimiento anual estará entre 3% y 15%.*** *Si se sale de eso, ya es menos "típico".*

Dos desviaciones típicas; esto amplía el rango y cubre movimientos más raros. Abarca cerca del 95% de los casos. Siguiendo el mismo ejemplo, si el promedio es del 9% y la desviación típica del 6%, dos desviaciones sería un 12%. ***Entonces, el 95% de las veces el rendimiento estará entre -3% y 21%****. Una caída mayor a -3% anual sería algo bastante inusual.*

https://t.me/IcariaPatrimonio

Listado de fondos dentro de Icaria Patrimonio FIL

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #1 - Valvest Steady Income Fund (EUR)



Valvest Steady es un fondo que invierte en **préstamos cuya garantías son inmuebles.** Se llaman préstamos puente. Suelen ser para reformas o proyectos de restructuración. Para dar esa financiación, como garantía se pone un inmueble, haciendo que el "*loan to value*", que es lo que representa la deuda sobre el valor del inmueble, sea de media un 65%. Esto significa que **el préstamo representa sólo el 65% del valor del inmueble.**

Es decir, el préstamo vale mucho menos que el inmueble que pones en garantía, por lo tanto, ante un impago, que en este caso no ha sucedido nunca, se haría frente a la deuda con el inmueble, que tiene un valor muy superior. En definitiva, **estamos muy protegidos por el inmueble**, por el colateral, **cosa que en renta fija no suele suceder.**

https://t.me/IcariaPatrimonio

Valvest Steady Income Fund, un Family-Office que lleva haciendo esto **más de 30 años**, y que decidió hace casi 10 años sacarlo en formato fondo, para que además de invertir su propio capital, con más de 100 millones de dólares invertidos, permitir que entrasen inversores externos.

Resultado; podemos ver que, **desde que ha salido, en el año 2016, que hasta el año 2022 no subieron los tipos (un fondo monetario en esos años no pagaba nada, daba cero) este fondo ha generado una rentabilidad, después de comisiones, del 7,31%, con ningún mes negativo. Repito, ningún mes negativo, incluido el COVID. Esto es algo increíble.**

Volatilidad 0,34% (prácticamente un monetario), pero con una rentabilidad extraordinaria (7,42% anualizado desde su creación).

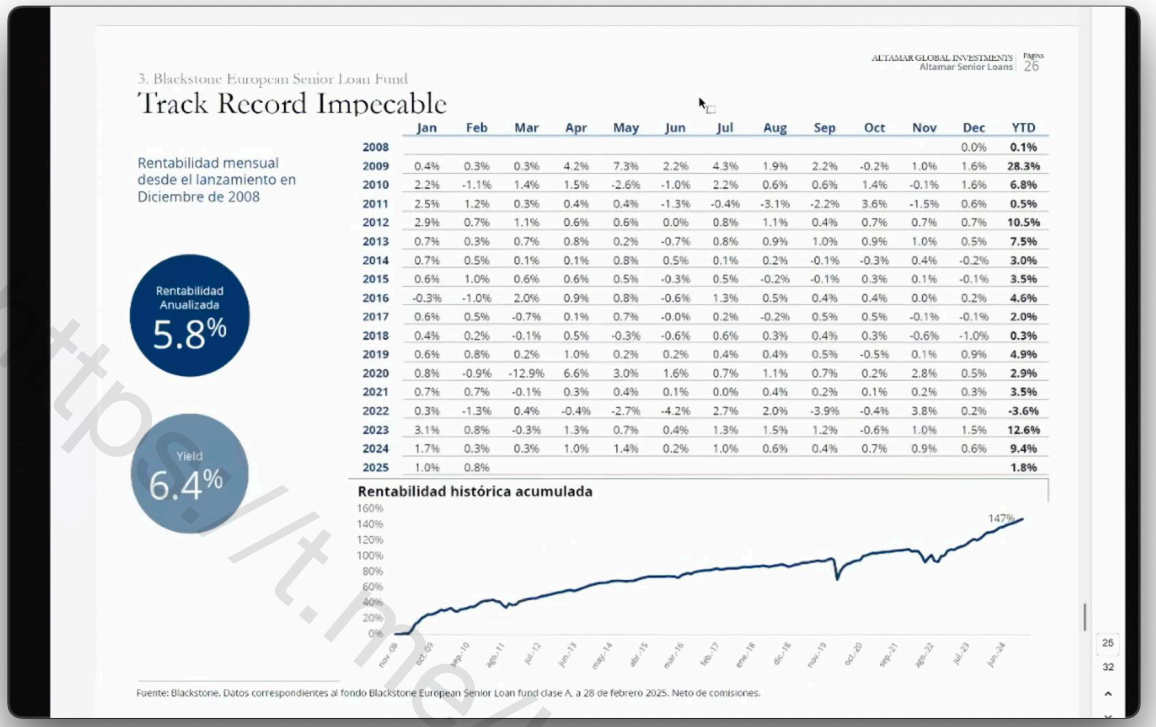
En Valvest Steady, desde que existe el fondo en el año 2016, no ha tenido nunca ningún default, por eso **la rentabilidad todos los meses ha sido positiva.** Lo que hace este fondo es dar financiación a proyectos para reforma inmobiliaria. Por ejemplo, un KFC que quiere hacer una reforma de su local y necesita el dinero, el préstamo tiene una duración entre 8 y 24 meses. Y es un espectro de Renta Fija, como la que podría invertir la gente en fondos tradicionales, tremendamente conservador, porque el respaldo de esa deuda es el inmueble. Ahí está es la clave.

Al gestor, Carlos Santiso, le gusta mucho este fondo, porque conoce al equipo gestor, sabe cómo lo hacen, ha analizado todos los proyectos y es un fondo que encaja espectacularmente bien dentro de **Icaria Patrimonio FIL**. Aquí lo importante es entender el activo, analizarlo y sacar conclusiones. Y este activo es sencillo de analizar porque los gestores del fondo le dan acceso a la lista de inmuebles que tienen en los préstamos, son muy transparentes.

Es como invertir en un fondo de Renta Fija pero con un colateral, que son los inmuebles. Muy sencillo de entender. Y el Track-Record es espectacular. Llevan haciéndolo más de 30 años, tienen la experiencia para poder hacerlo otros 30 años más. Es un fondo que invierte en activos en Estados Unidos, por lo tanto está en dólares, pero **Icaria Patrimonio FIL** invertirá en la clase en euros, que está cubierta.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #2 - Blackstone European Senior Loan



ALTAMAR GLOBAL INVESTMENTS | Página
Altamar Senior Loans | 26

3. Blackstone European Senior Loan Fund

Track Record Impecable

Rentabilidad mensual desde el lanzamiento en Diciembre de 2008

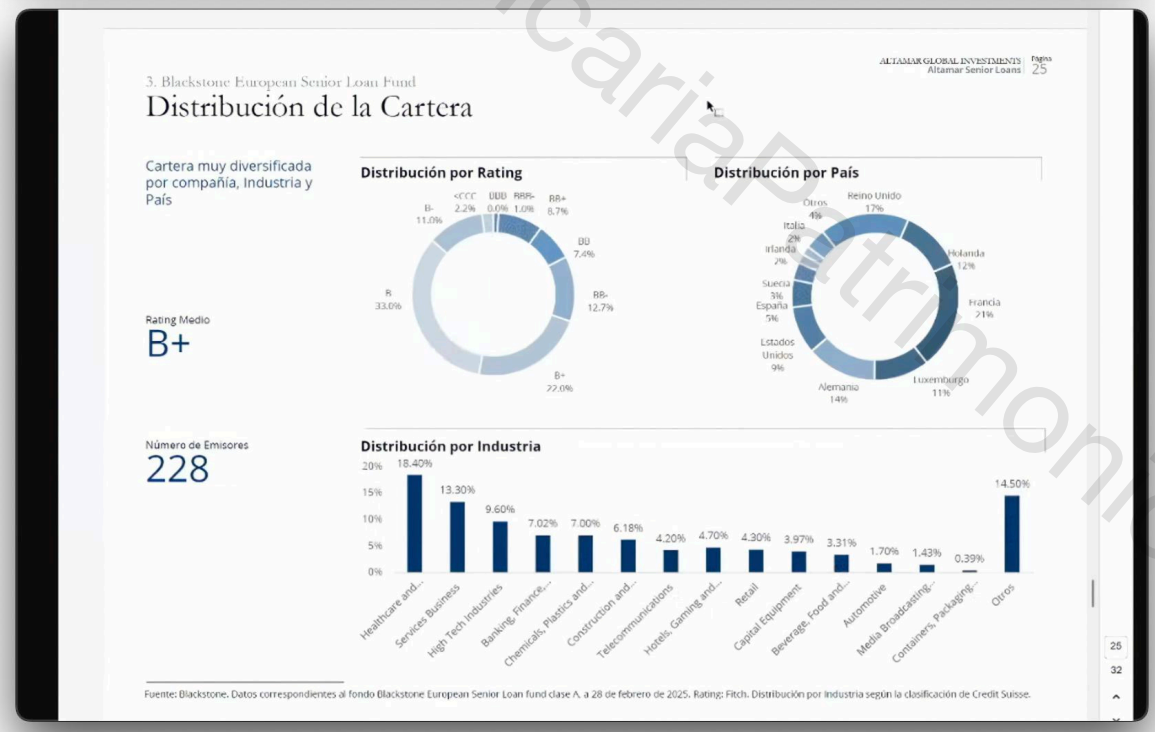
Rentabilidad Anualizada 5.8%

Yield 6.4%

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2008												0.0%	0.1%
2009	0.4%	0.3%	0.3%	4.2%	7.3%	2.2%	4.3%	1.9%	2.2%	-0.2%	1.0%	1.6%	28.3%
2010	2.2%	-1.1%	1.4%	1.5%	-2.6%	-1.0%	2.2%	0.6%	0.6%	1.4%	-0.1%	1.6%	6.8%
2011	2.5%	1.2%	0.3%	0.4%	0.4%	-1.3%	-0.4%	-3.1%	-2.2%	3.6%	-1.5%	0.6%	0.5%
2012	2.9%	0.7%	1.1%	0.6%	0.6%	0.0%	0.8%	1.1%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	10.5%
2013	0.7%	0.3%	0.7%	0.8%	0.2%	-0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%	0.5%	7.5%
2014	0.7%	0.5%	0.1%	0.1%	0.8%	0.5%	0.1%	0.2%	-0.1%	-0.3%	0.4%	-0.2%	3.0%
2015	0.6%	1.0%	0.6%	0.6%	0.5%	-0.3%	0.5%	-0.2%	-0.1%	0.3%	0.1%	-0.1%	3.5%
2016	-0.3%	-1.0%	2.0%	0.9%	0.8%	-0.6%	1.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.0%	0.2%	4.6%
2017	0.6%	0.5%	-0.7%	0.1%	0.7%	-0.0%	0.2%	-0.2%	0.5%	0.5%	-0.1%	-0.1%	2.0%
2018	0.4%	0.2%	-0.1%	0.5%	-0.3%	-0.6%	0.6%	0.3%	0.4%	0.3%	-0.6%	-1.0%	0.3%
2019	0.6%	0.8%	0.2%	1.0%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%	-0.5%	0.1%	0.9%	4.9%
2020	0.8%	-0.9%	-12.9%	6.6%	3.0%	1.6%	0.7%	1.1%	0.7%	0.2%	2.8%	0.5%	2.9%
2021	0.7%	0.7%	-0.1%	0.3%	0.4%	0.1%	0.0%	0.4%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	3.5%
2022	0.3%	-1.3%	0.4%	-0.4%	-2.7%	-4.2%	2.7%	2.0%	-3.9%	-0.4%	3.8%	0.2%	-3.6%
2023	3.1%	0.8%	-0.3%	1.3%	0.7%	0.4%	1.3%	1.5%	1.2%	-0.6%	1.0%	1.5%	12.6%
2024	1.7%	0.3%	0.3%	1.0%	1.4%	0.2%	1.0%	0.6%	0.4%	0.7%	0.9%	0.6%	9.4%
2025	1.0%	0.8%											1.8%

Rentabilidad histórica acumulada

Fuente: Blackstone. Datos correspondientes al fondo Blackstone European Senior Loan fund clase A, a 28 de febrero 2025. Neto de comisiones.



ALTAMAR GLOBAL INVESTMENTS | Página
Altamar Senior Loans | 25

3. Blackstone European Senior Loan Fund

Distribución de la Cartera

Cartera muy diversificada por compañía, Industria y País

Rating Medio
B+

Número de Emisores
228

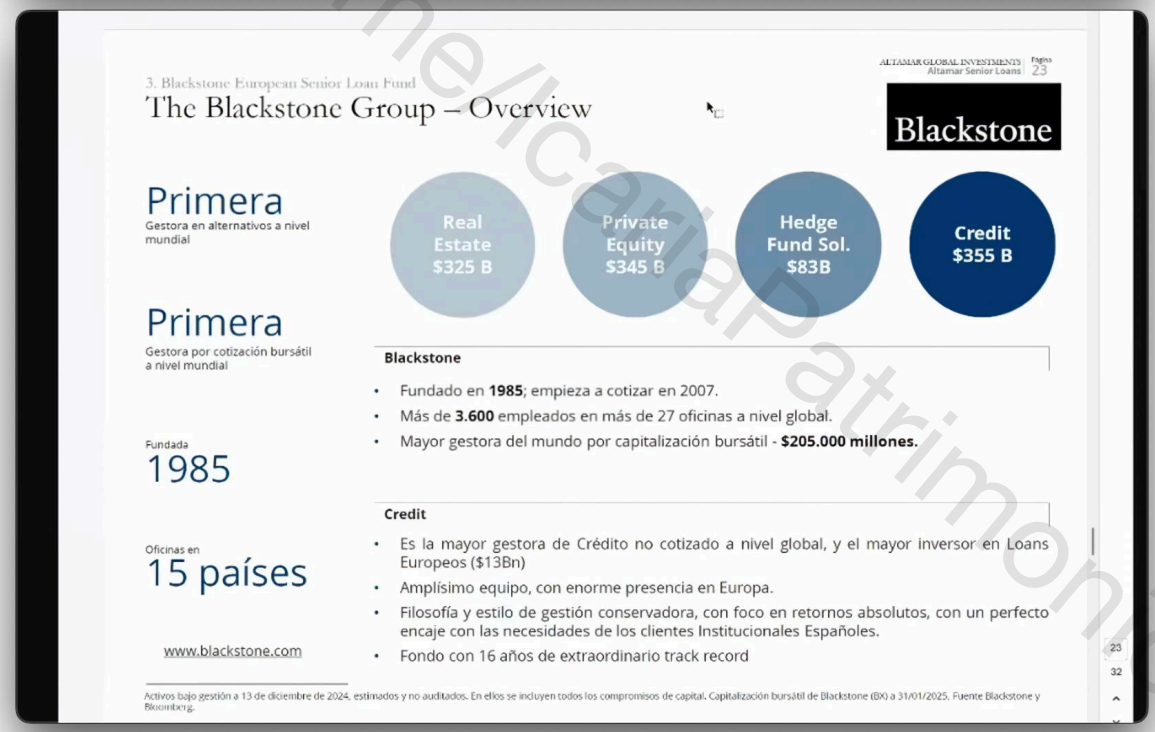
Distribución por Rating

Distribución por País

Distribución por Industria

Fuente: Blackstone. Datos correspondientes al fondo Blackstone European Senior Loan fund clase A, a 28 de febrero de 2025. Rating: Fitch. Distribución por industria según la clasificación de Credit Suisse.

https://t.me/IcariaPatrimonio



https://t.me/icapatrimonio

El fondo de Deuda Privada más grande de Europa. Se fundó hace unos 16 años, tiene un volumen de 1.600 millones.

Desde 2008, **rentabilidad anual del 5,8%, con todos los años en positivo, salvo 2022.** Podemos ver en la primera imagen, la linea ascendente, tremendamente estable.

Cartera muy diversificada en Deuda Privada europea, tanto por países como por sectores, como vemos en la segunda imagen. Estilo conservador y objetivo de rentabilidad neta de Euribor+3%.

Este fondo de inversión es el único (o uno de los pocos) en todo el mercado cuya cartera está compuesta exclusivamente por préstamos de primer rango de prelación ("*first lien loans*"), es decir, **el 100% de sus activos invertidos son préstamos garantizados con prioridad absoluta** en caso de impago o liquidación de la empresa prestataria. Esto tiene varias implicaciones, como menor riesgo de crédito o alta seguridad jurídica y estructural, atrayendo a inversores institucionales que buscan la preservación del capital.

Es como invertir en renta fija, pero de una forma mucho más estable. Ya veis **las rentabilidades, por ejemplo 2022, que fue el peor año de los últimos 50 años para la renta fija, cayó apenas un -3%.** Y este es el comportamiento del fondo desde inicio, que es tremendamente estable. Nos gusta mucho Senior Loans, en este caso **sólo préstamos europeos, y nos vamos a ir siempre a la parte más conservadora del activo,** siempre.

Os doy **pinceladas sobre estos fondos de Senior Loan que vamos a tener en Icaria Patrimonio**, para vuestra tranquilidad;

La parte de Senior Loans en Deuda Privada dentro de Icaria Patrimonio, va vinculada a los tipos de interés, por lo tanto cuando suben lo hace bien, porque son tipos de interés variables, esa es una característica importante.

En concreto, Senior Loans es el tipo de Renta Fija no cotizada más segura que hay. Los Senior Loan son préstamos a empresas, garantizados ("Secured") con los activos de la compañía que recibe el préstamo, y cuyo recobro tiene la máxima prioridad/prelación sobre los activos de la compañía respecto cualquier otra deuda.

Estos préstamos están organizados (intermediados/sindicados) por bancos, suelen ser a tipo variable (protección ante subidas de tipos) y los inversores principales son fondos de inversión institucionales e Instituciones directamente.

https://t.me/IcariaPatrimonio

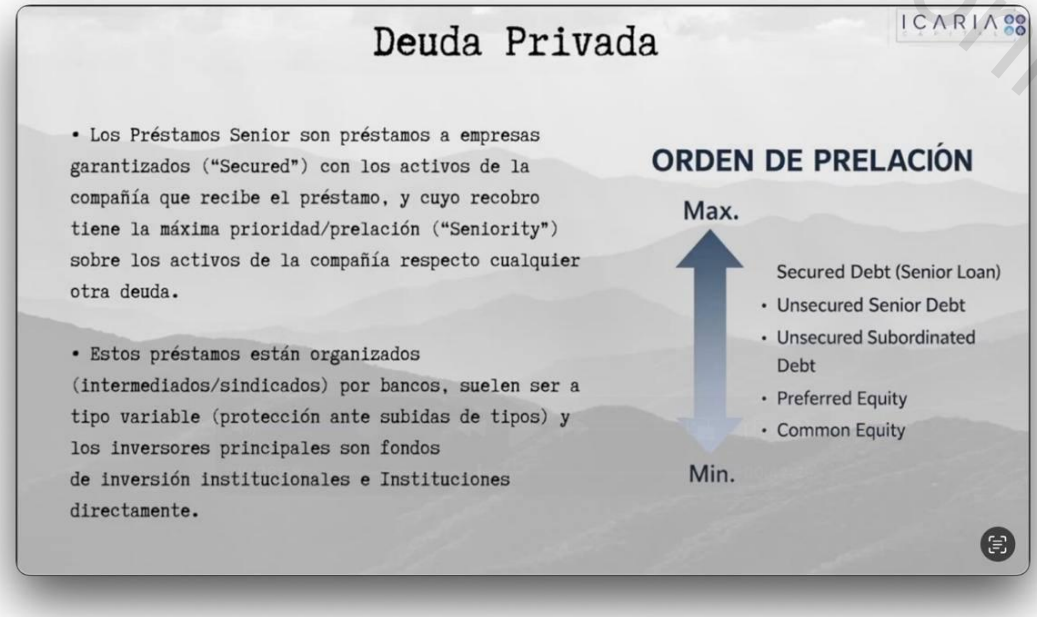
Icaria Patrimonio FIL sólo invierte en el espectro más conservador de la Deuda Privada, en el espectro menos volátil. Si hubiese una quiebra del acreedor, seríamos los primeros a la hora de cobrar.

La mayor parte de los fondos de Renta Fija que tiene la gente, son Senior Unsecured y Subordinated Unsecured, es decir, serían el segundo o el tercero en cobrar. En cambio, los fondos que componen Icaria Patrimonio FIL, son los primeros de la lista.

Y además de esa seguridad, en cualquier caso, tenemos un seguro adicional, en forma de colateral. Esto significa que ponen como aval un activo clave de la empresa, que tiene un valor superior al de la deuda que se asume. Esto se llama “loan to value”. En el caso de que haya una insolvencia, se tiene el activo, y es el primero para cobrar y hacer frente a esa deuda.

Es decir, tienes una protección adicional con respecto a la mayor parte de la gente que invierte en fondos de Renta Fija tradicionales. Estás mucho más protegido y cobras antes. Y esto hace que el inversor esté mucho más protegido que con un bono al uso, porque además de la caja de la empresa, tiene en garantía los activos de la empresa. Desde este punto de vista es más conservador todavía de lo que podría ser un bono del mismo rating.

Este mundo era un mercado 100% bancario, donde accedían únicamente los grandes bancos, pero desde la regulación de Basilea, se ha abierto a más inversores.



https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #3 - Oquendo Senior Loans

https://t.me/IcariaPatrimonio

Este es el histórico de los fondos que ha ido sacando Oquendo, que es una gestora española. **El histórico de rentabilidades netas obtenidas está en torno al 8%, y nunca ha habido ningún fondo que tenga rentabilidades negativas.**

Fondos de inversión que han existido desde el año 2007, cuyas pérdidas en un periodo de 14 años han estado en un 0,2%, que es el Loss Rate, la pérdida efectiva, es decir, no ha habido pérdidas. **El Loss Rate es de un préstamo, no del fondo.**

Las tires netas de los fondos son las que veis arriba, que han estado en torno al 8%, dependiendo de la tipología del fondo, que puede ser más conservador o menos conservador, pero **en torno al 8% después de comisiones**. Impresionante.

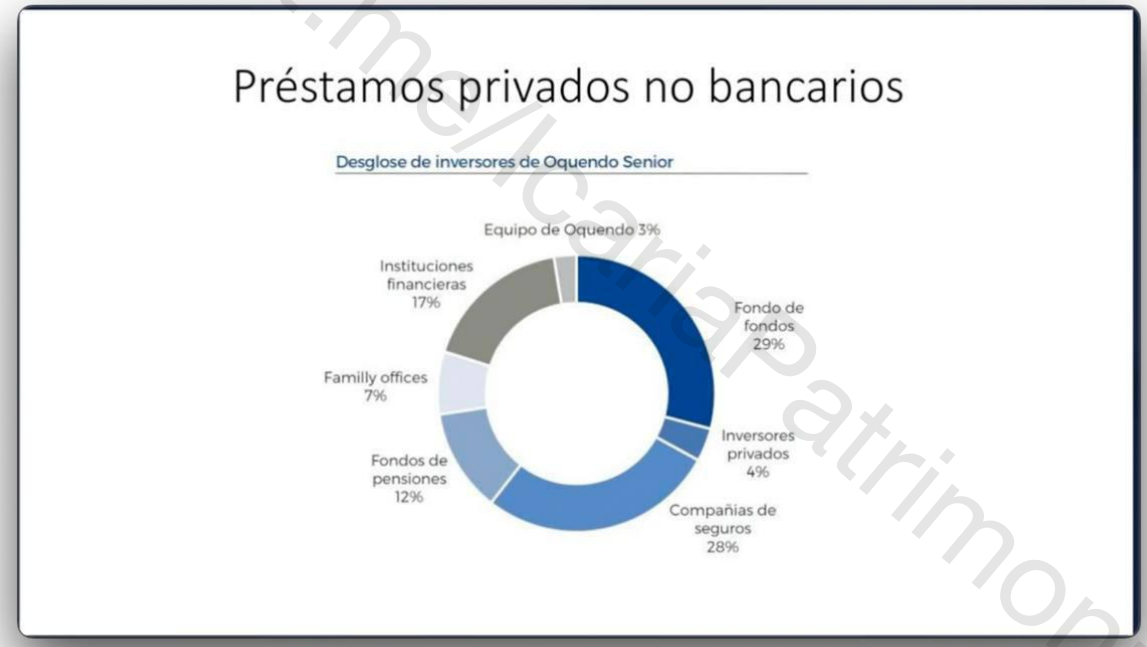
Por ejemplo, Renta Fija High Yield, en el mismo periodo, asumiendo más riesgo, no ha dado esas tires.

Es bastante complicado obtener pérdidas en préstamos del 0,2% y al mismo tiempo, tener todos los fondos con una TIR por encima del 5,5%.

Fondos con rentabilidades netas en el periodo de tipos de interés cero o negativo, del entorno al 8%, es totalmente imposible en la inversión tradicional. En cambio, estas son rentabilidades que ya se han dado en estos fondos, y en épocas de tipos de interés al 0% incluso.

En el caso de Carlos Santiso, gestor de Icaria Patrimonio FIL, este fondo de Oquendo ya está invertido desde 2022 dentro del Family-Office que gestiona, y lleva una rentabilidad anual después de comisiones, a cierre de 2024, del 7,7%. **Y no ha tenido ni un solo trimestre negativo desde 2022.** Una bestialidad.

Desglosamos la alineación de intereses de Oquendo Senior Loans, porque en la inversión alternativa es muy habitual que el propio equipo gestor invierta en el vehículo.



La tipología de inversores que hay es mucho más sofisticada, aquí vemos el ejemplo del perfil de inversor que invierte en este fondo en concreto.

Estamos hablando de **fondos de fondos, de compañías de seguros que son mucho más conservadoras, de fondos de pensiones, de Family-Offices, mientras que el inversor retail representa una minoría, es un 4%.** La inmensa mayoría son inversores mucho más sofisticados.

https://t.me/IcariaPatrimonio

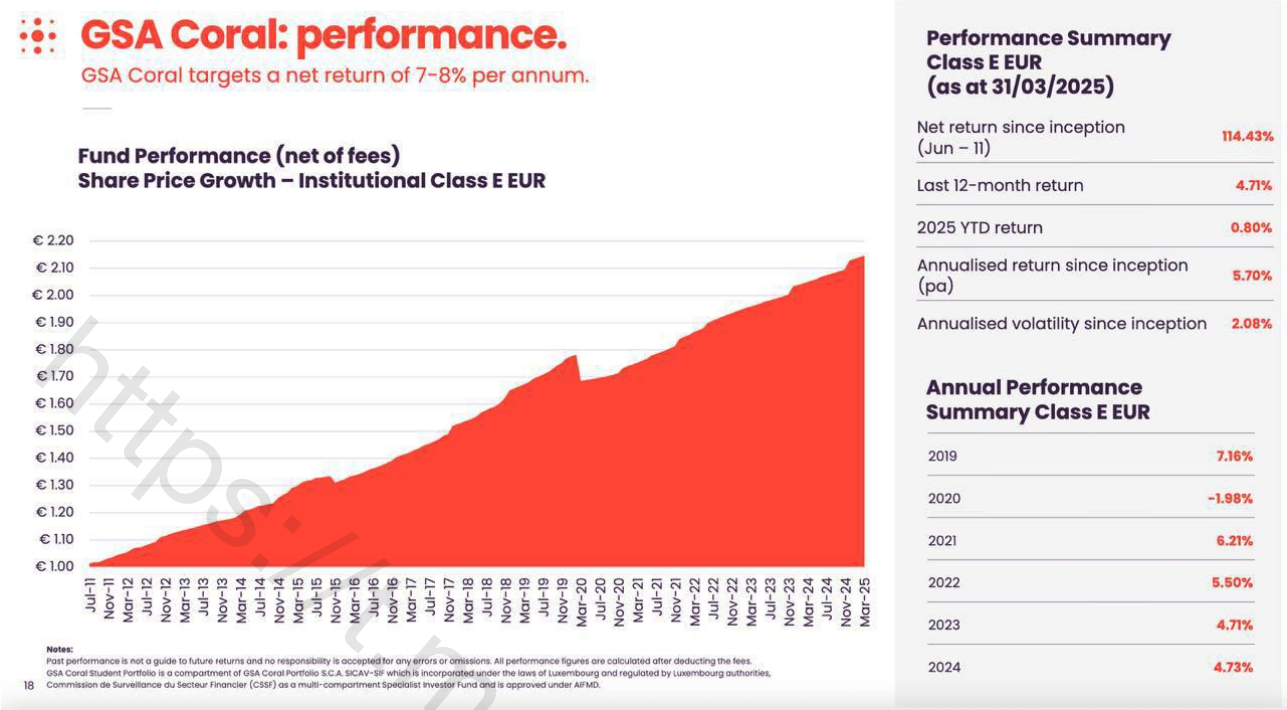
Hoy por hoy, Oquendo gestiona cerca de 1.000 millones de euros de fondos de pensiones, aseguradoras, fundaciones y family offices en diversas estrategias que cubren un amplio espectro de instrumentos, desde la deuda senior al capital flexible, pasando por deuda *mezzanine* y subordinada, PIK notes, deuda convertible, etc.
Icaria

Y, con esto, terminamos la parte de fondos de Deuda Privada, que es un 15% del total de Icaria Patrimonio FIL.

Tres fondos impresionantes, a los que me cuesta encontrarles una mácula, conociendo sus históricos de rentabilidad y riesgo. Sobre todo, al Valvest que, desde mi punto de vista, es una locura de fondo.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #4 - GSA Coral Student Portfolio



Este fondo lo conoce muy bien el gestor de Icaria Patrimonio, porque lo lleva utilizando para clientes internamente desde hace muchos años. Aquí sí que la diferencia de drawdown máximo con respecto a un fondo de renta fija ultra-corto plazo es muy pequeña.

Vemos una curva que puede recordar (con matices) la de un fondo monetario, con una mínima caída en el año 2020, que fue del 5%, aunque es cierto que tardó un año en recuperarse.

Rentabilidad neta del 5,70% anualizada, desde 2011, con sólo un 2% de volatilidad. Así, a ojo, me sale un Ratio Sharpe de 2,85 aprox. Descomunal. No se encuentra esto en los fondos habituales de renta fija cotizada tradicional.

Invierte en residencias de estudiantes a nivel mundial. Japón, Alemania, España, Estados Unidos, Italia… un perfil de activo que es tremendamente estable, cuya evolución va muy vinculada a las rentas que genera.

Y es uno de los activos más conservadores que va a estar en Icaria Patrimonio, y que además es un activo real, también protegido contra la inflación.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Es **uno de los fondos alternativos más grandes en España**, comercializado por Renta4, que tiene un FIL que a su vez invierte el 100% de sus activos en el fondo GSA Coral, que es un fondo luxemburgués, domiciliado en Luxemburgo.

Icaria Patrimonio no va a invertir en el fondo de Renta4, porque es un fondo caro en sus comisiones. Como Carlos Santiso conoce la gestora desde hace 9 años, le van a permitir invertir directamente en el vehículo luxemburgués, más barato, haciéndole un *waiver*. **En este caso, un *waiver* se refiere a la posibilidad de acceso a la Clase Institucional de los fondos, mediante la reducción del mínimo de inversión exigido.**

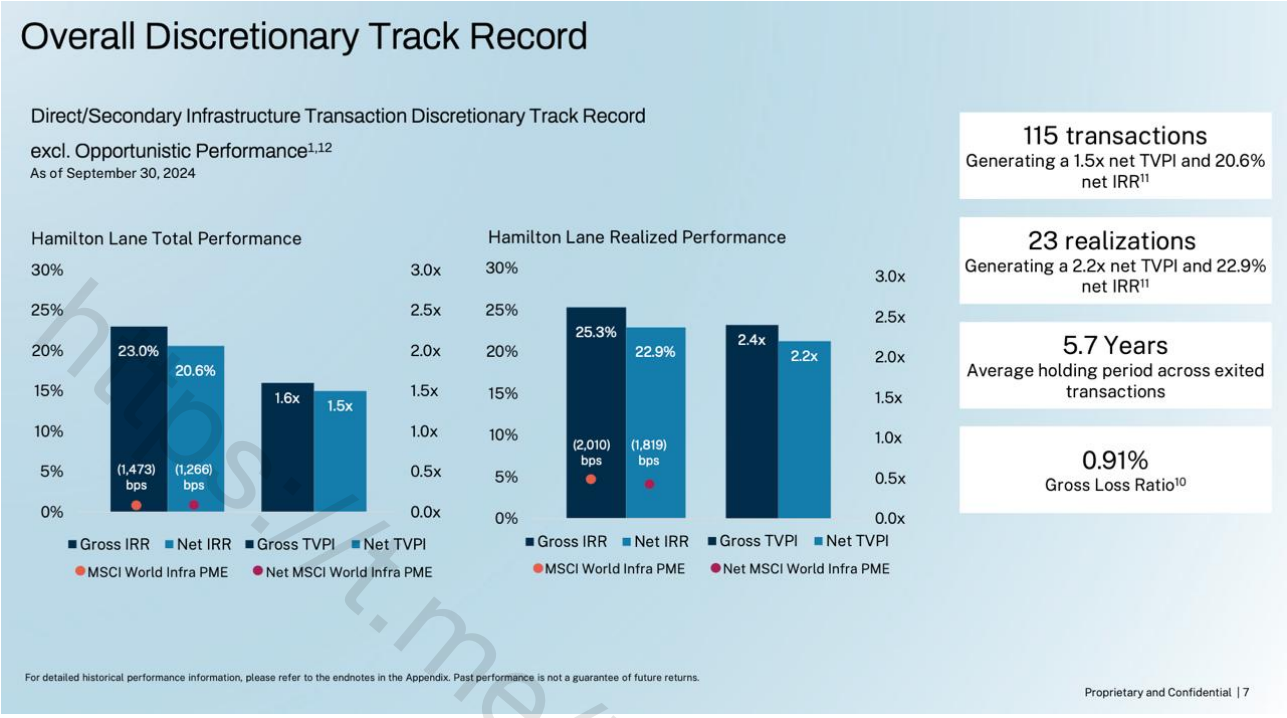
Esto quiere decir que ellos te cobran un 2% sólo por invertir, pero nosotros desde Icaria no vamos a pagar esa comisión.

En la imagen de arriba, podéis ver la evolución del fondo, que es como tener un bono en euros, en el que prácticamente no ha habido volatilidad.

Es un fondo tremendamente estable, porque el subyacente es generación de rentas de alquiler en residencias de estudiantes, repartidas por todo el mundo. Estamos hablando de más de 40.000 camas, uno de los portfolios más grandes del mundo de residencias de estudiantes.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #5 - Hamilton Lane Infrastructure Fund



TIR neta del 22,9%, invirtiendo en infraestructuras. Este es un fondo que hizo un 27% en 2024, y en 2025 lleva un 4,38% sólo en el primer trimestre. Aunque del tipo de fondo de infraestructuras en el que se va a invertir, **se esperan unas ganancias del 10% anual**, que están muy bien.

No será lo habitual en este tipo de activos, pero habrá años excepcionales, por encima del 20% de rentabilidad. Este es un **fondo Evergreen de tipo Brownfield**, que invierte en proyectos concretos ya comenzados, en marcha, más seguros. Aunque un fondo sea Evergreen, las infraestructuras en las que invierte son las mismas que han invertido los fondos tradicionales de Capital Call. Por lo tanto, si tenemos un Track-Record de 18 años en un fondo tradicional y en un fondo Evergreen, ese fondo Evergreen va a invertir en los mismos subyacentes.

Esto es muy importante a la hora de analizar el fondo y el equipo gestor. No todos los años va a dar un 8-10%. Algunos años dará un 20% y otros años dará un 2% o incluso un -3%. Sí que es cierto que, como **estamos hablando de activos muy conservadores**, es prácticamente imposible encontrarte estas empresas desagradables como las que puedes ver en algunos momentos en Renta Variable.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Hay un problema que hemos encontrado a la hora de investigar el fondo, y es que no sabemos el nombre exacto y la Clase exacta del fondo, por lo que puede haber matices a la hora de recopilar información.

Comparto unos enlaces, para empezar:

https://www.infrastructureinvestor.com/hamilton-lane-raises-590m-for-first-infra-co-investment-secondaries-fund/

https://secondarylink.com/news/682f356d7aaa9e7516b45d99/evergreen-fund-in-focus-hamilton-lane-global-private-infrastructure-fund

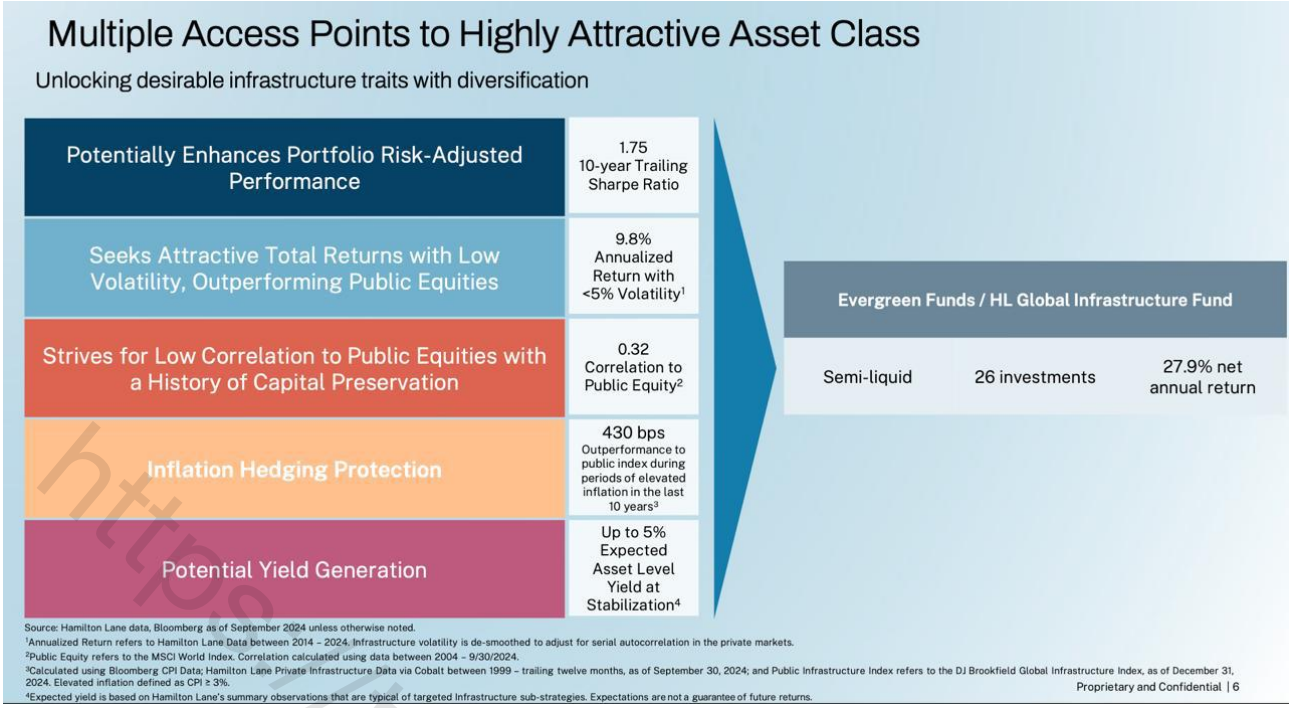
https://www.prnewswire.com/news-releases/hamilton-lane-closes-inaugural-infrastructure-opportunities-fund-exceeding-its-target-301581154.html

https://pitchbook.com/profiles/fund/18074-89F

https://www.linkedin.com/posts/evergreenlink_evergreen-fund-in-focus-hamilton-lane-global-activity-7331395189237764096-y9na

Yo diría, personalmente, por intuición (hasta conocer datos oficiales), que el fondo concreto es el **"Hamilton Lane Global Private Infrastructure Fund"**, ya que coinciden los datos mensuales de la presentación de Santiso, con lo que he descubierto en uno de los pdf que os comparto. Aunque, por si acaso, os comparto información del "Hamilton Lane Infrastructure Opportunities Fund", que es muy aprovechable e interesante también.

https://t.me/IcariaPatrimonio

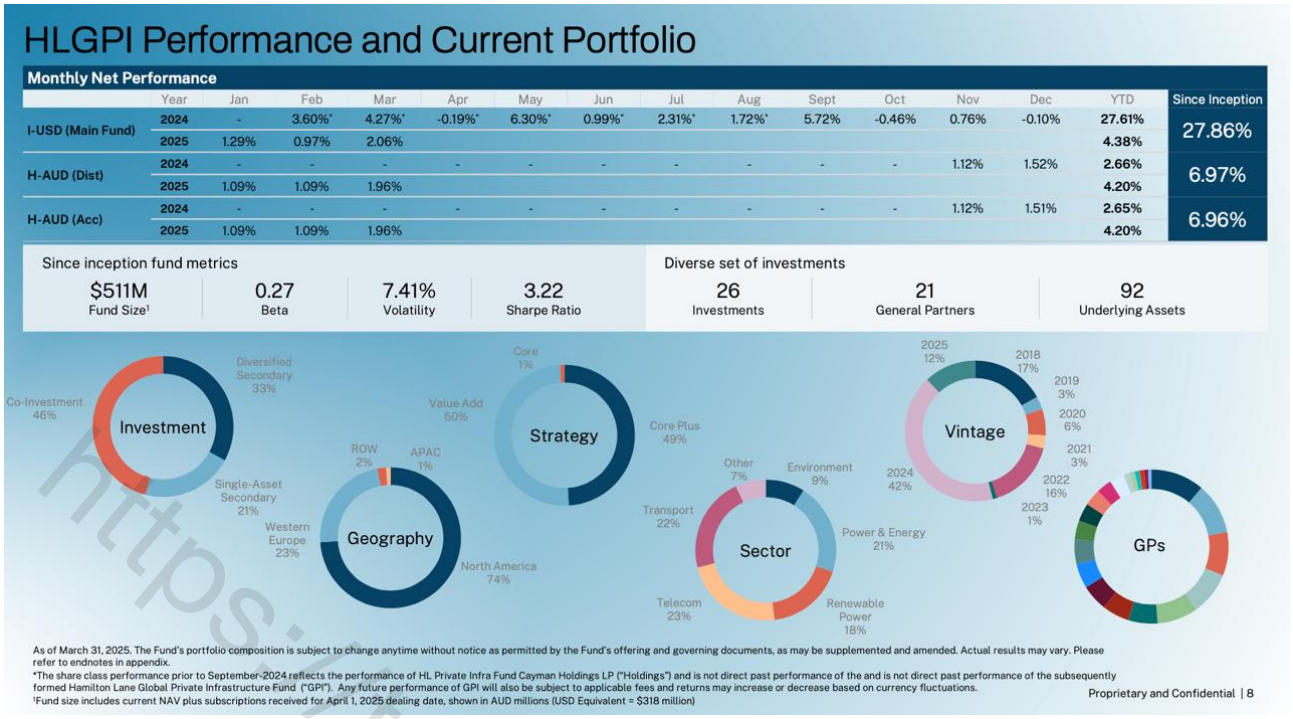


Aquí vemos características de las Infraestructuras, con un binomio rentabilidad/riesgo muy atractivo, retornos satisfactorios con volatilidades contenidas y una correlación con respecto a Renta Variable positiva, no como en el caso de los bonos y el oro, que es negativa o al menos neutra. Aquí es una correlación positiva, pero muy baja, del 0,32.

En **Icaria Patrimonio FIL** serán sólo Infraestructuras de tipo Brownfield, que son Infraestructuras que ya están en marcha, que ya tienen alquileres en funcionamiento y que **tienen el perfil de riesgo más bajo posible**. Si invirtiéramos en Infraestructuras Greenfield, serían Infraestructuras que están por crear y, aunque la expectativa de rentabilidad sería muy superior, el perfil de riesgo también.

Desde su creación, retornos netos del 10-12%, con volatilidad del 7,41% y un Ratio Sharpe descomunal del 3,22. Todo ello con una beta del 0,27 y un patrimonio de 511 millones. Superando a su índice a 10 años por un 4,3% en periodos inflacionarios mayores del 3%.

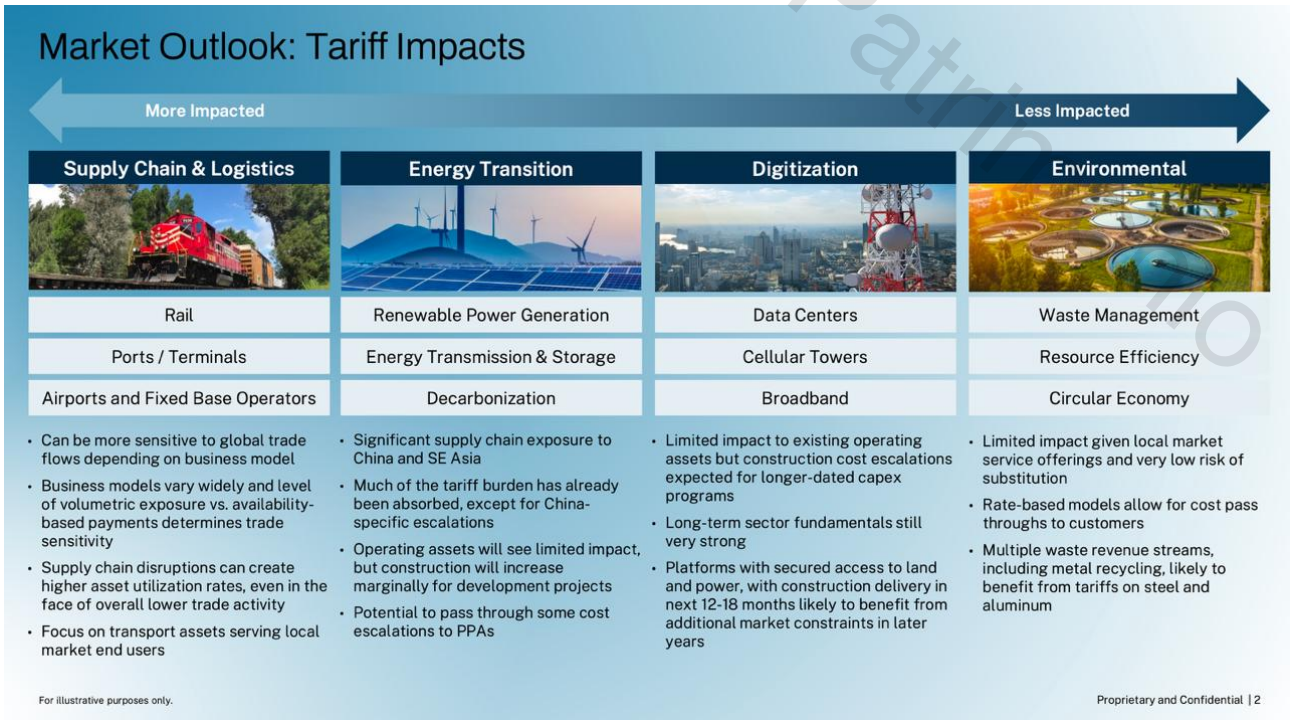
https://t.me/IcariaPatrimonio



	Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec	YTD	Since Inception
I-USD (Main Fund)	2024	-	3.60%*	4.27%*	-0.19%*	6.30%*	0.99%*	2.31%*	1.72%*	5.72%	-0.46%	0.76%	-0.10%	27.61%	27.86%
	2025	1.29%	0.97%	2.06%										4.38%	
H-AUD (Dist)	2024	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.12%	1.52%	2.66%	6.97%
	2025	1.09%	1.09%	1.96%										4.20%	
H-AUD (Acc)	2024	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.12%	1.51%	2.65%	6.96%
	2025	1.09%	1.09%	1.96%										4.20%	

Como vemos en la imagen de arriba, inversiones tremendamente diversificadas entre telecomunicaciones, energía, telecomunicaciones o renovables y medio ambiente.

Disclaimer; fijaos bien en las diapositivas, porque para algunas métricas, usan información relativa a un fondo anterior a este, el **HL Private Infra Fund Cayman Holdings LP**.



Impacto de la política arancelaria en los distintos tipos de infraestructuras.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #6 - Goldman Sachs Vintage Funds

Real Estate un Asset Class a incluir

ICARIA

	Vintage Year	Fund Size	Net Investor IRR[1]	Net Investor ROI[1,2]	Net Cash-on-Cash ROI[1]	Net Distributions as a % of Net Contributions[3]	Max Net Out-of-Pocket Exposure[5]
Vintage Real Estate Partners II	2019	$2.75bn	64.0%[4]	1.50x	1.82x	11%	15%
Vintage VIII B[4] "Flagship"	2019	$10.3bn	95.5%[4]	2.45x	2.45x	15%	27%
Vintage VIII A[4] "Origin"			78.8%[4]	1.90x	1.96x	6%	47%
Vintage VII B[4] "Flagship"	2016	$7.2bn	21.7%	1.99x	2.04x	49%	14%
Vintage VII A[4] "Origin"			19.2%	1.67x	1.87x	36%	56%
Vintage Real Estate Partners	2016	$894mm	13.6%	1.37x	1.48x	49%[6]	47%
Vintage VI	2012	$5.8bn	12.8%	1.53x	1.62x	146%	33%
Vintage V	2008	$5.5bn	13.4%	1.74x	2.16x	208%	48%

Fuente: Presentación comercial Goldman Sachs Vintage Funds

https://t.me/IcariaPatrimonio

Aquí tenemos un fondo de Real Estate, de activos inmobiliarios, con sus **rentabilidades netas anuales; 13%, 12%, 13%, 19%, 21%. Invierte directamente en los inmuebles, portfolios de inmuebles de cientos de ellos**, totalmente diversificados alrededor de todo el planeta. La imagen muestra los "vintage", fondos cerrados con Capital Calls, con su año de lanzamiento y demás métricas, por lo tanto, no son "evergreen".

No existe mucha información directa de fuentes oficiales, así que no tengo nada claro el fondo exacto en el que invertirá **Icaria Patrimonio FIL**, si será uno de estos vintage que estén en periodo de inversión, o será una versión evergreen de estos fondos, que siempre ha dicho el gestor que estaremos invertidos en esa tipología.

Goldman Sachs tiene los fondos evergreen de G-PE, dentro de la suite G-Series, pero **hasta que Santiso no ofrezca más información y confirme/desmienta nada, considerad que puede que en Icaria Patrimonio haya otra versión diferente de Goldman Sachs Vintage Funds.** Como se utilizó en la presentación, lo incluimos.

Y, con esto, terminamos la parte de Infraestructuras/Real Estate. Forman parte de Icaria Patrimonio FIL, con un peso del 15% del total.

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #7 - Brevan Howard Master Fund Limited

FEB 2024

Brevan Howard Master Fund Limited Risk Report

As at close of business on 29 February 2024

Performance Summary

YEAR	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC	YTD
2003				0.31	3.95	2.75	-1.77	-2.92	2.62	-1.75	-0.51	2.09	**4.62**
2004	2.76	0.56	2.70	2.41	0.68	1.66	1.01	-0.25	-0.53	1.29	1.11	0.38	**14.62**
2005	0.56	-0.01	2.31	-0.10	1.37	1.42	-0.31	0.85	2.33	-2.52	0.20	1.77	**8.03**
2006	3.68	1.79	2.98	2.86	-2.75	0.93	1.50	-1.96	0.30	1.00	0.59	-0.15	**11.10**
2007	1.99	0.74	1.13	0.89	0.15	2.32	2.60	3.16	5.97	0.15	2.97	0.77	**25.21**
2008	9.89	6.70	-2.79	-2.46	0.78	2.78	1.16	0.78	-3.16	2.78	3.76	-0.70	**20.43**
2009	5.11	3.07	1.18	0.09	3.24	-0.90	1.42	0.73	1.57	1.10	0.38	0.39	**18.65**
2010	-0.25	-1.51	0.05	1.47	0.33	1.39	-2.00	1.22	1.48	-0.32	-0.31	-0.48	**1.01**
2011	0.66	0.51	0.75	0.52	0.56	-0.57	2.21	6.19	0.40	-0.75	1.68	-0.46	**12.15**
2012	0.90	0.24	-0.39	-0.43	-1.76	-2.22	2.37	1.03	1.98	-0.36	0.92	1.68	**3.93**
2013	1.02	2.32	0.25	3.50	-0.09	-3.09	-0.82	-1.54	0.03	-0.54	1.35	0.42	**2.68**
2014	-1.35	-1.14	-0.43	-1.07	-0.25	-0.24	0.75	-0.12	4.40	-2.00	0.92	-0.12	**-0.79**
2015	3.33	-0.61	0.38	-1.30	0.95	-1.06	0.33	-0.96	-0.72	-0.68	2.44	-3.88	**-1.96**
2016	0.50	0.58	-1.98	-0.86	-0.29	0.94	-1.17	-0.20	-0.89	0.78	5.57	0.22	**3.03**
2017	-1.49	2.01	-2.91	-0.72	-0.70	-1.47	1.44	0.10	-0.88	-0.93	0.10	-0.00	**-5.40**
2018	2.42	-0.50	-1.65	0.96	7.92	-0.67	0.82	0.80	0.04	1.23	0.29	0.38	**12.40**
2019	0.60	-0.80	2.42	-0.56	3.49	3.90	-0.73	1.05	-1.97	0.57	-1.23	1.61	**8.49**
2020	-1.34	5.34	18.32	0.16	-0.90	-0.64	1.75	0.87	-1.21	-0.10	0.67	3.04	**27.41**
2021	1.13	0.22	0.76	0.12	0.18	-1.58	-0.47	0.86	0.30	0.15	-0.09	0.49	**2.09**
2022	0.77	1.74	5.36	3.79	1.07	0.73	0.10	2.71	2.07	-0.55	-1.14	1.99	**20.11**
2023	1.26	-0.41	-4.18	-0.94	-1.60	-0.22	0.87	0.29	1.04	0.86	-0.42	1.70	**-1.89**
2024	0.24	-3.17											**-2.94**

NAV
$11,906mm

Performance Metrics[1]

BHFL CLASS A USD SHARES	
MTD (%)	-3.17%
QTD (%)	-2.94%
YTD (%)	-2.94%
12M (%)	-5.57%
LTD[2] (%)	435.36%
ARR[3] (%)	8.35%
Risk[4] (%)	5.93%
Sharpe[5] (X)	1.11

PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS

Data as at 29 February 2024. Data for February 2024, QTD and YTD is calculated by Brevan Howard Asset Management LLP ("BHAM"), on the basis of estimated performance data from State Street Fund Services (Ireland) Limited ("SSFS").

https://t.me/IcariaPatrimonio

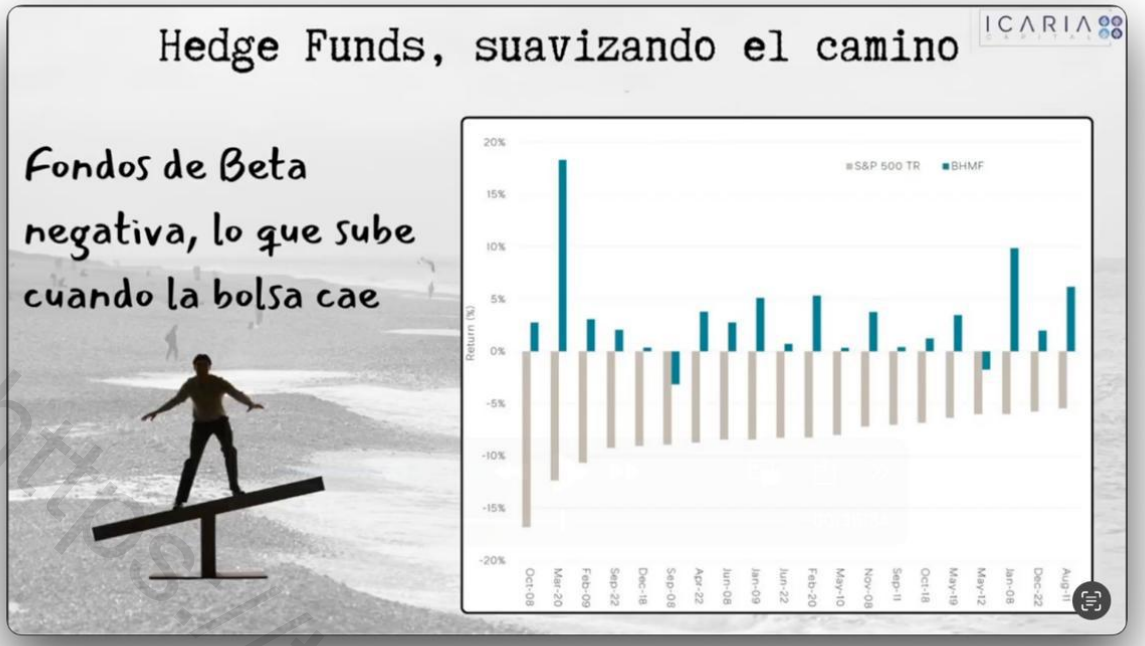
Rentabilidades positivas prácticamente todos los años. El año que ha tenido mayores pérdidas han sido apenas del -5%.

Ganancias anualizadas del 8,35% los últimos 20 años, con una volatilidad del 5,93% y un Ratio Sharpe de 1,11. Descomunal.

En el año 2008, cuando el S&P500 se hundía un -50%, subió un +20% en dólares y un +50% en euros. En el año 2020 ganó un +27% durante la crisis del COVID, y durante el año 2022, que todo caía, hizo un +20%.

En definitiva, ha sido un balón de oxígeno para aquel que hubiera combinado Renta Variable y Hedge-Funds. A pesar de que es un fondo muy rentable, **su objetivo principal es contrarrestar las caídas de la Renta Variable.** Es decir, suavizar el camino del inversor, reduciendo la volatilidad total de su cartera.

Aquí tenemos por lo tanto **uno de los mejores fondos del planeta Tierra,** desde el año 2003, con rentabilidades auditadas, que está dentro de **Icaria Patrimonio FIL**, para suavizar el camino.



En esta imagen superior podemos ver, en gris, las rentabilidades negativas mensuales del S&P500 por magnitud de caída, en un periodo de casi 20 años. Y en las barras azules, lo que ha hecho en ese mismo periodo de tiempo el fondo Brevan Howard.

En todas las correcciones, salvo en dos, Brevan Howard ha subido. Es decir, ha cumplido su función de amortiguar las caídas del S&P500. Y este es básicamente el motivo por el que incluir Hedge-Funds, porque en la gran mayoría de las caídas de la renta variable, estos Hedge-Funds van a subir.

Y si tenemos por un lado Renta Variable cayendo un 30% y Hedge-Fund subiendo un 15%, tenemos un buen colchón protector.

El resultado de invertir en ambos no es un 30% de caída, tampoco un 15% de subida. estamos en un término medio, pero nos hace el camino más tranquilo.

Todas las rentabilidades de las que hablamos son netas de comisiones.

Ahora bien, conviene entender todo. Se podría argumentar que como este fondo ha conseguido una rentabilidad anualizada del 8%, **¿por qué no invertir sólo en este fondo, si además es tremendamente estable y poco volátil?**

https://t.me/IcariaPatrimonio

Como inversor, no se debe entender invertir en Hedge-Funds sin combinarlos con Renta Variable. Tienen que funcionar a la vez, en conjunto. Porque durante el periodo 2013-2018, Brevan Howard no hizo nada.

Entonces, si sólo estás invertido en él, no estarás satisfecho esos años con tus retornos. Mientras que si tienes este fondo y una buena Renta Variable, cuando Brevan Howard esté plano, la Renta Variable te estará subiendo mucho, y tu resultado global es bueno, al igual que cuando la Renta Variable se está hundiendo en el año 2018 y 2022, este fondo está subiendo fuerte y tu resultado es bueno.

Es decir, en conjunto, forman una curva de rentabilidad que tiene mucho sentido. Y eso es lo que hace Icaria Patrimonio FIL, combinar los activos para que, en conjunto, todo tenga sentido. Y lo veremos al final, un 50% de los activos de Icaria Patrimonio FIL son muy conservadores, se moverán muy poco, y el otro 50% de los activos se moverán más, son más arriesgados.

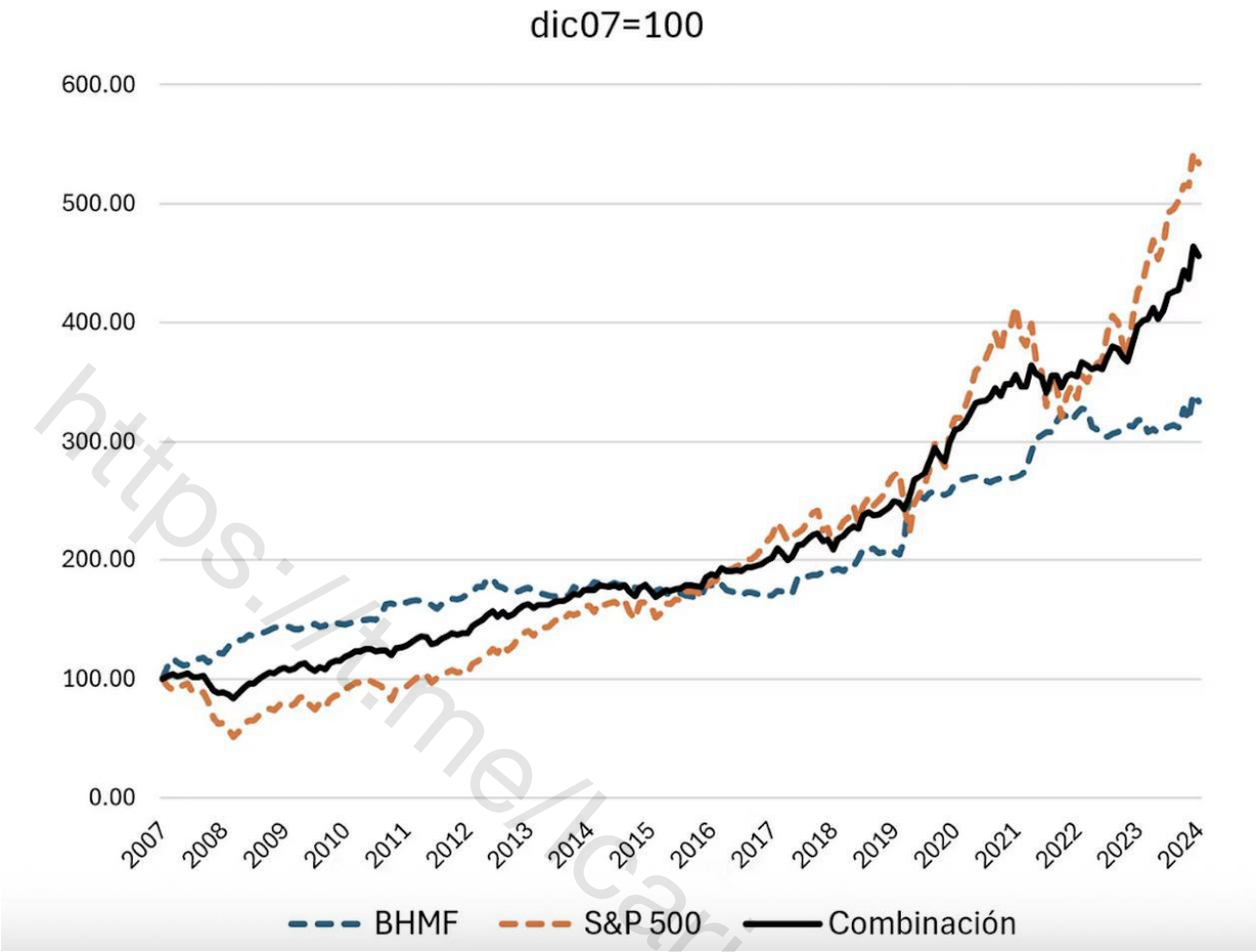
Esta estrategia proviene del concepto que inventó Nassim Taleb, que es la estrategia Barbell, que implica tener una parte de tu patrimonio en activos muy conservadores, que cuando vienen mal dadas, aguantan muy bien y hacen que no tengas grandes pérdidas, y otra parte en activos que cuando las cosas van muy bien, suben mucho. Entonces, se van balanceando entre sí. Y ese es el objetivo del FIL, el racional que hay detrás y la forma en que está construido, que hay muchísimo trabajo detrás, evidentemente.

Brevan Howard mejora el perfil rentabilidad-riesgo de la cartera. La clave está en la descorrelación entre activos. Es importante entender esto de cara a adoptar un enfoque adecuado para evaluar este tipo de fondos.

Para entenderlo mejor, a continuación se muestran, en el siguiente gráfico, tres estrategias/fondos diferentes, desde 2007:

1. S&P 500
2. Brevan Howard Master Fund
3. Cartera 50% S&P 500 / 50% BHMF (“Combinación")

https://t.me/IcariaPatrimonio



Ese es el rol del fondo en la cartera, mejorar sustancialmente la relación rentabilidad-volatilidad. No mejorar la rentabilidad, sino mejorar el Ratio de Sharpe (rentabilidad dividida entre volatilidad) de la cartera, sacrificando la menor rentabilidad posible.

A continuación se presentan estas métricas para las tres estrategias, Brevan Howard en solitario, S&P500 en solitario, y la mezcla de ambos, desde 2007.

d. dic07	**BHMF**	**S&P 500**	**COMBINACIÓN**
CAGR	7.4%	10.4%	9.3%
Volatilidad	8.1%	15.6%	7.9%
Ratio de Sharpe	0.91	0.67	1.18

https://t.me/LaCasaPatrimonio

Para entender el rol de beta negativa "condicional" (es decir, sólo cuando el mercado cae), se presenta también una tabla que recoge la rentabilidad del S&P 500 en varias crisis o correcciones, junto con el desempeño del fondo Brevan Howard Master Fund.

El fondo ha tenido beta negativa en casi todas las correcciones importantes del mercado.

	Rentabilidad S&P500	Rentabilidad BHMF	Beta BHMF vs S&P500
Crisis Financiera Global (nov07-mar09)	-51.5%	36.3%	-0.70
Corrección 2010 (abr-jul10)	-13.1%	1.7%	-0.13
Corrección 2011 (jul-sep11)	-12.5%	6.7%	-0.53
Corrección 2015 (ago-sep15)	-9.0%	-1.3%	0.14
Corrección 2016 (dic15-feb16)	-5.1%	1.2%	-0.23
Corrección 4T18 (sep18-dic18)	-14.0%	2.0%	-0.14
Covid (feb20-mar20)	-19.9%	24.6%	-1.24
Subida tipos por inflación (ene22-oct22)	-24.8%	19.8%	-0.80
Corrección 2023 (ago-oct23)	-8.6%	2.2%	-0.25

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #8 - Transtrend Diversified Trend Program

TRANSTREND B.V. – DIVERSIFIED TREND PROGRAM

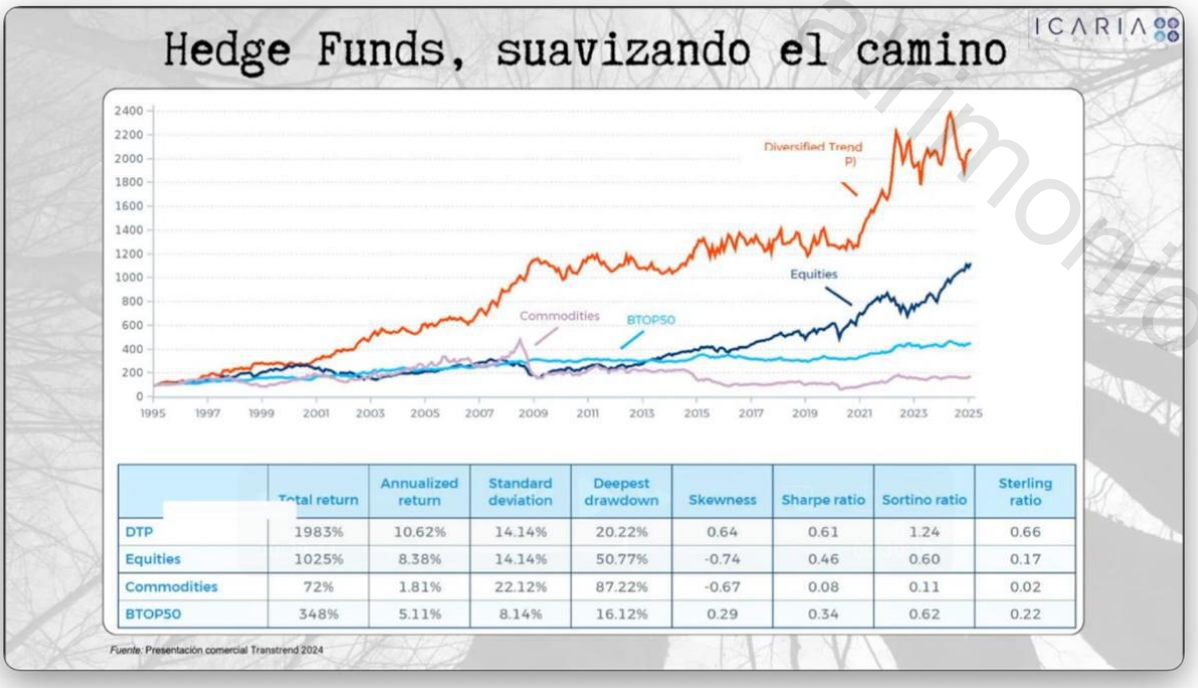
- **FULLY SYSTEMATIC**
  Transtrend specializes in systematic asset management, entirely based on quantitative analysis of price behaviour in a large variety of markets. The underlying trading strategies are directional and have no bias. They can go long or short in their attempt to benefit from price patterns. In sideways markets, the trading systems are designed to remain neutral. The average holding period is approximately one month.

- **BROAD PORTFOLIO DIVERSIFICATION ***
  Transtrend's Diversified Trend Program is highly diversified and as of January 1, 2008, trades approximately 300 futures/forwards markets, including approximately 80 combinations (spreads or ratios) of outright markets across the following sectors (indicative average sector allocation):
  28% Currencies
  20% Interest Rates
  16% Stock Indices and Single Stocks
  10% Energies
  8% Metals
  7% Agriculturals
  11% Hybrids (Spreads or ratios consisting of markets/instruments of different asset classes)

- **SOPHISTICATED RISK MANAGEMENT**
  The program's risk management focuses on downside risk in extreme events and is based on advanced correlation analysis between individual products. A key element at the portfolio level is the estimated aggregate impact of a major adverse price movement in a particular market and the co-inciding adverse price effects in correlated markets.

* The percentage of an account's assets that may be invested in specific products vary over time. The balance of positions actually held in a portfolio at a given time can deviate significantly from the allocation shown above, as actual positions depend on signaled market opportunities.

https://t.me/IcariaPatrimonio



	Total return	Annualized return	Standard deviation	Deepest drawdown	Skewness	Sharpe ratio	Sortino ratio	Sterling ratio
DTP	1983%	10.62%	14.14%	20.22%	0.64	0.61	1.24	0.66
Equities	1025%	8.38%	14.14%	50.77%	-0.74	0.46	0.60	0.17
Commodities	72%	1.81%	22.12%	87.22%	-0.67	0.08	0.11	0.02
BTOP50	348%	5.11%	8.14%	16.12%	0.29	0.34	0.62	0.22

Fuente: Presentación comercial Transtrend 2024

Su objetivo es exactamente el mismo que el de Brevan Howard.

Desde el año 1995, ha conseguido una rentabilidad del 9,70%, superior al MSCI World, con mucho menos drawdown. Pero lo más importante, en los momentos en los que el MSCI World se ha desplomado, este fondo ha subido con fuerza.

Lo mismo que se veía con Brevan Howard, pero incluso con un fondo con mucho más Track-Record, desde el año 1995. Este es **uno de los mejores fondos del mundo, cuya estructura de inversores, el 70% son "Endowments" o Fondos de Pensiones, es decir, universidades, aseguradoras, etcétera. Que buscan precisamente el objetivo de suavizar el camino inversor.**

De hecho, **Transtrend tiene una Clase cuyo mínimo de entrada para un inversor es de 200 millones de euros.** En el fondo de Icaria Patrimonio FIL vamos a estar desde el primer día invertidos en este tipo de fondos.

Transtrend es una gestora que lleva más de treinta años funcionando, no hay muchos fondos con histórico desde 1995, con tanta consistencia en su Track-Record.

Lo interesante de los fondos de beta negativa es que tienden a funcionar (o se espera que funcionen) especialmente bien en momentos de estrés de mercado, cuando la mayoría de activos tradicionales caen a la vez. Normalmente están poco correlacionados

https://t.me/IcariaPatrimonio

con el mercado, pero cuando éste cae bruscamente, los fondos tienden a beneficiarse.La beta, por tanto, "es condicional": negativa cuando el mercado cae, pero positiva cuando el mercado sube.

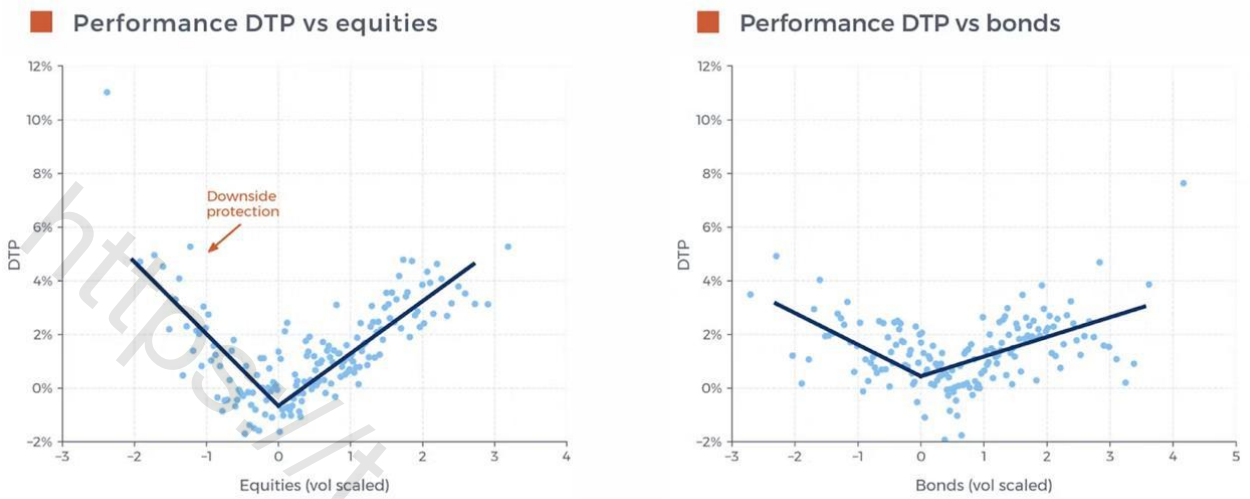


Gráfico de la izquierda: relación entre el fondo DTP (managed futures) y un índice de bolsa.

Gráfico de la derecha: relación entre este mismo fondo y un índice de bonos. La forma de "V" refleja la condicionalidad de la beta. Cuando la rentabilidad de las acciones/bonos es positiva, el fondo DTP sube. Cuando la rentabilidad de las acciones/bonos es negativa, el fondo también sube, y sube más cuanto mayor es la caída de esos activos.

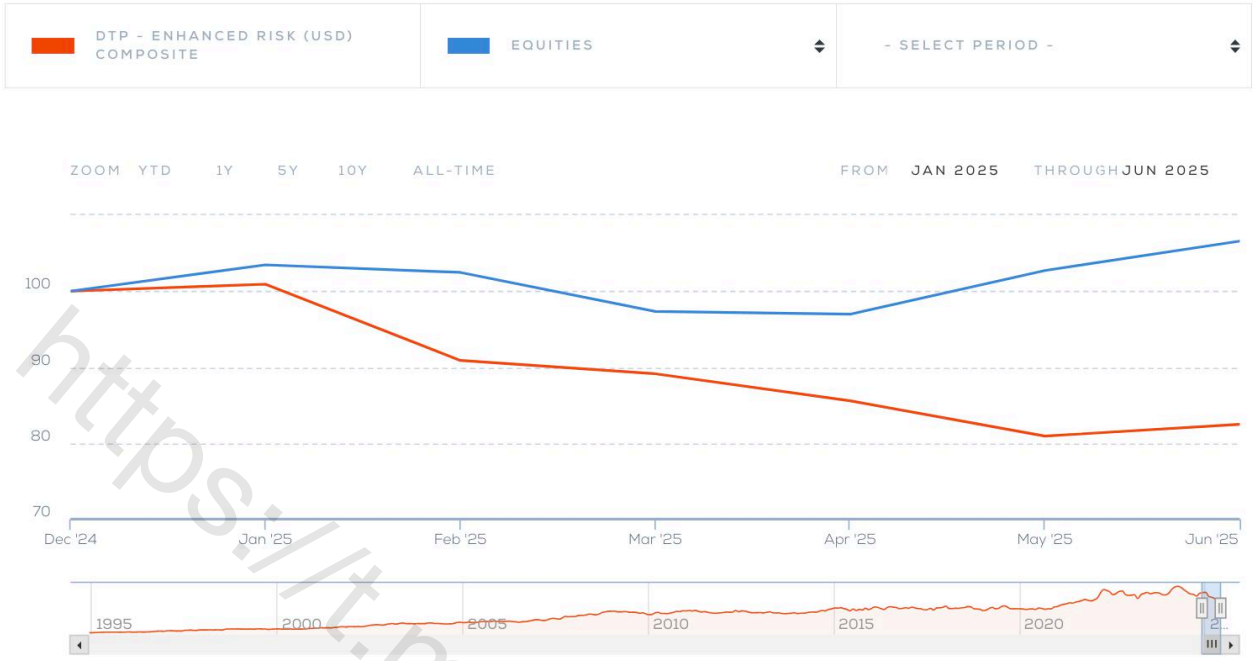
Y esto es Transtrend, con rentabilidades de más del 10% anualizadas y con un drawdown de menos de la mitad de la Renta Variable. Uno de los mejores Hedge-Fund del mundo, que va a estar presente dentro de Icaria Patrimonio FIL. Un fondo cuyo objetivo es acolchar las caídas de la Renta Variable en los momentos de más tensión, en los momentos donde el mercado tenga más tendencia bajista. Esa es la clave de los Hedge-Funds.

Más información, bastante detallada, con datos actualizados a hoy y con muchas comparaciones, sobre el Transtrend DTP:

https://www.transtrend.com/en/strategies/dtp/

https://t.me/IcariaPatrimonio

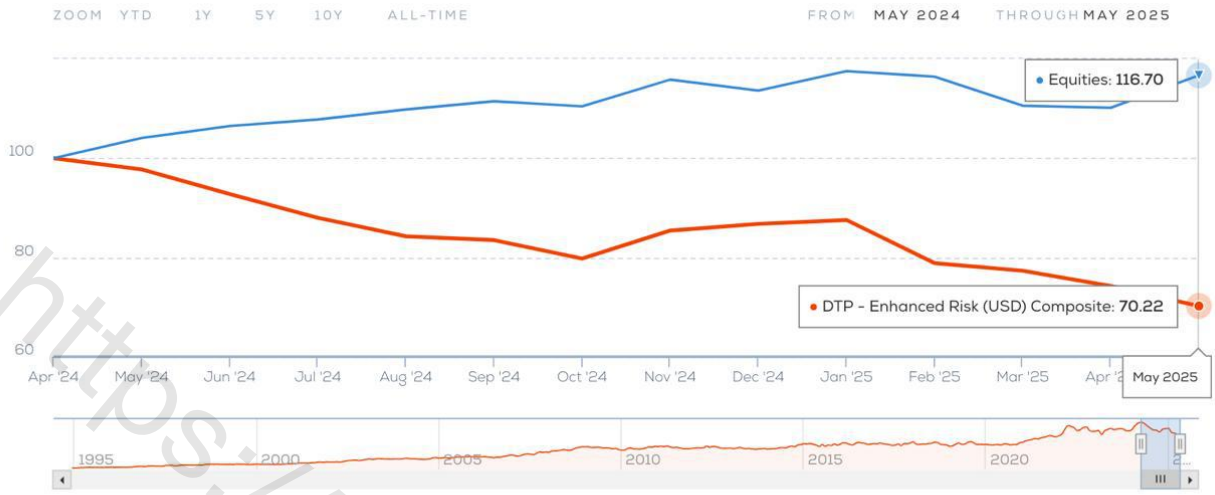
Ojo, en 2025 lleva un -17% en la primera mitad del año, todo hay que decirlo.



DTP - Enhanced Risk (USD) Composite FROM: JAN 2025 THROUGH: JUN 2025	TOTAL RETURN -17.52%	ANNUALIZED RETURN -31.97%	STANDARD DEVIATION 15.14%	DEEPEST DRAWDOWN 19.80%
	SKEWNESS -0.53	SHARPE RATIO -2.73	SORTINO RATIO -3.52	STERLING RATIO -2.09
Equities FROM: JAN 2025 THROUGH: JUN 2025	TOTAL RETURN 6.59%	ANNUALIZED RETURN 13.61%	STANDARD DEVIATION 13.84%	DEEPEST DRAWDOWN 6.28%
CORRELATION 0.23	SKEWNESS -0.49	SHARPE RATIO 0.67	SORTINO RATIO 1.05	STERLING RATIO 1.48

https://t.me/CariaPatrimonio

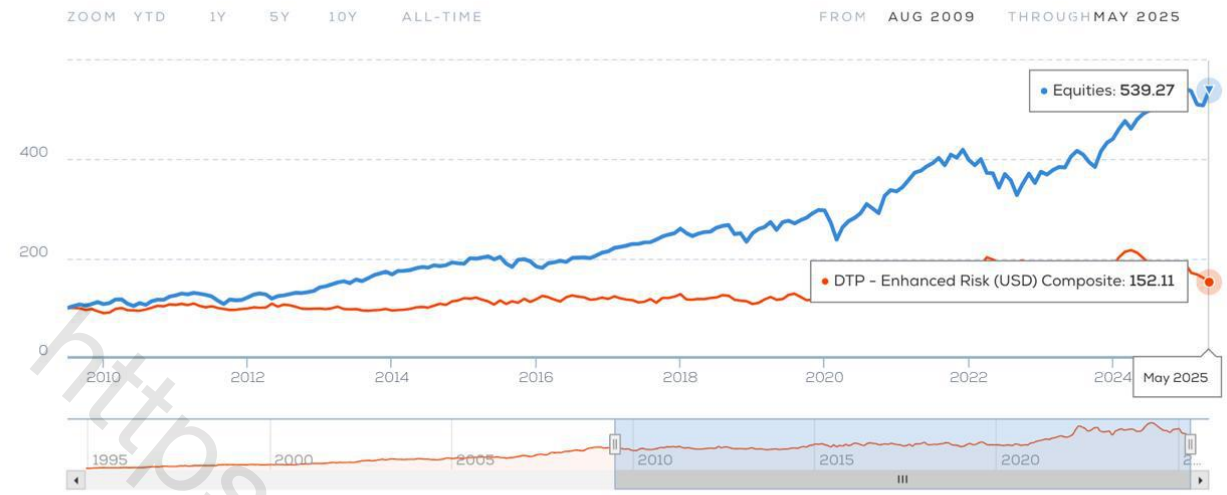
Y, desde abril de 2024, que estuvo en máximos históricos, lleva un -30% de drawdown. Fácilmente podemos estar viviendo su peor etapa histórica.



DTP - Enhanced Risk (USD) Composite FROM: MAY 2024 THROUGH: MAY 2025	TOTAL RETURN -29.78%	ANNUALIZED RETURN -27.84%	STANDARD DEVIATION 14.47%	DEEPEST DRAWDOWN 28.16%
	SKEWNESS 0.76	SHARPE RATIO -2.49	SORTINO RATIO -4.21	STERLING RATIO -1.38
Equities FROM: MAY 2024 THROUGH: MAY 2025	TOTAL RETURN 16.70%	ANNUALIZED RETURN 15.32%	STANDARD DEVIATION 10.53%	DEEPEST DRAWDOWN 6.28%
CORRELATION 0.21	SKEWNESS -0.4	SHARPE RATIO 0.95	SORTINO RATIO 1.55	STERLING RATIO 1.64

https://t.me/inariatrimonio

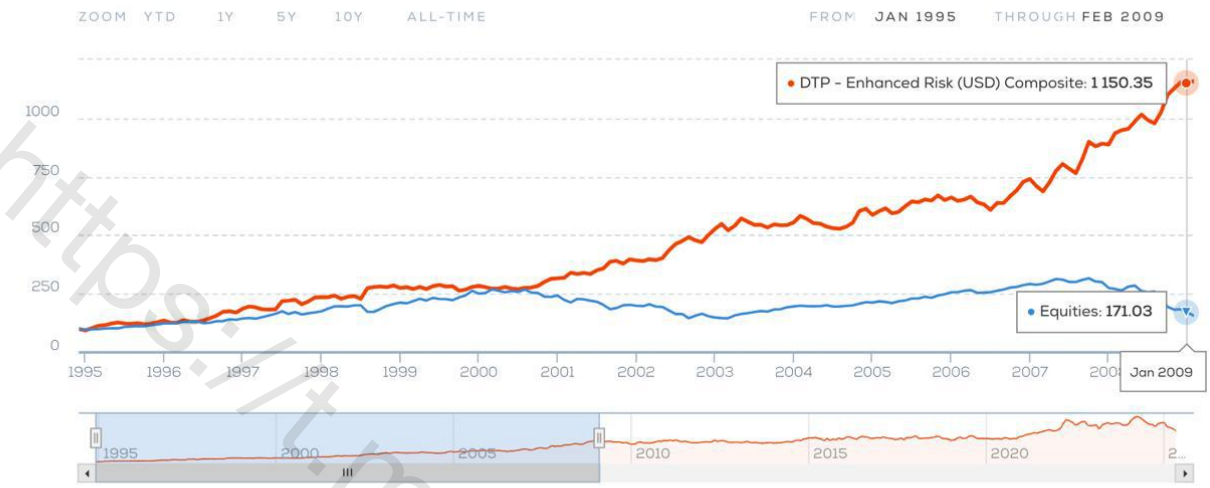
O desde agosto de 2009, la diferencia con el MSCI World es abismal.



	TOTAL RETURN	ANNUALIZED RETURN	STANDARD DEVIATION	DEEPEST DRAWDOWN
DTP - Enhanced Risk (USD) Composite FROM: AUG 2009 THROUGH: MAY 2025	52.11%	2.68%	13.68%	29.78%
	SKEWNESS	SHARPE RATIO	SORTINO RATIO	STERLING RATIO
	0.24	0.17	0.30	0.14
Equities FROM: AUG 2009 THROUGH: MAY 2025	TOTAL RETURN	ANNUALIZED RETURN	STANDARD DEVIATION	DEEPEST DRAWDOWN
	439.27%	11.23%	13.23%	21.86%
CORRELATION	SKEWNESS	SHARPE RATIO	SORTINO RATIO	STERLING RATIO
0.09	-0.44	0.78	1.13	0.74

https://t.me/cariaPatrimonio

Ahora, en el otro lado de la tabla, fijaos la barbaridad absoluta que sucedió entre 1995 y 2009, comparando Transtrend con el MSCI World: Plazo de 14 años dando una rentabilidad anualizada del 18,88% de Transtrend con 9% de drawdown frente al mísero 3,18% anualizado y 50% de drawdown del MSCI World durante 14 años.



DTP - Enhanced Risk (USD) Composite FROM: JAN 1995 THROUGH: FEB 2009	TOTAL RETURN 1059.05%	ANNUALIZED RETURN 18.88%	STANDARD DEVIATION 14.75%	DEEPEST DRAWDOWN 9.41%
	SKEWNESS 0.87	SHARPE RATIO 0.98	SORTINO RATIO 2.18	STERLING RATIO 1.93
Equities FROM: JAN 1995 THROUGH: FEB 2009	TOTAL RETURN 55.71%	ANNUALIZED RETURN 3.18%	STANDARD DEVIATION 14.78%	DEEPEST DRAWDOWN 50.77%
CORRELATION -0.09	SKEWNESS -0.99	SHARPE RATIO 0.01	SORTINO RATIO 0.02	STERLING RATIO 0.00

https://t.me/cariapatrimonio

Podéis jugar vosotros con plazos desde la web que os enlazo arriba, **para que entendamos en qué situación entramos a invertir en este fondo.** Cuando la renta variable lleva 15 años alcista como nunca, este fondo no estará a su nivel, obviamente. Que nadie se lleve a engaño.

Después de todo este tsunami de datos, mi opinión sincera sobre lo que más me gusta de este fondo, es este pequeño numerito que ha pasado desapercibido en todas las imágenes, y que me parece el más importante de todos:

Correlación con renta variable del -0,02 desde 1995. La tranquilidad. La auténtica salud.

https://t.me/IcebergPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #9 - Campbell Absolute Return Offshore Fund

Tiene histórico desde 1988. En la gráfica se muestra desde 2010, porque es un periodo en el que los Hedge-Funds lo han hecho algo peor de lo normal, y sin embargo Campbell lo ha hecho de forma espectacular. **Desde 2010, rentabilidades anualizadas del 9,30%**

Campbell es otra gestora con un histórico de 40 años, con una consistencia brutal, un equipo espectacular, de primer nivel, cuyos inversores en un gran porcentaje de casos, son otros Endowments, inversores institucionales y grandes patrimonios.

Su objetivo es lograr la revalorización del capital mediante operaciones sistemáticas y cuantitativas con futuros, divisas y acciones a nivel mundial. Busca generar rendimientos no correlacionados con los mercados tradicionales mediante el empleo de múltiples estrategias, entre las que se incluyen modelos que siguen las tendencias y modelos que no siguen las tendencias y que analizan la información del mercado y macroeconómica.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Se trata de un fondo SMS (Systematic Multi-Strategy). Os dejo algunos datos que he podido encontrar.

Exhibit 4: Cumulative Returns of Representative Systematic Multi-Strategy (SMS) Programs since July 2014
More than half of the representative SMS Programs outperformed global equities, while nearly all outperformed the Barclay Multi-Strategy and SG Trend Indices during this period.

Source: Campbell & Company, Bloomberg Finance L.P., Barclayhedge. Cumulative net performance for representative systematic multi-strategy programs since Jul-14, when Campbell Absolute Return Program began trading in its current format. As of Dec-18.

Exhibit 5: Vol-Adjusted (10% per annum) Cumulative Returns of Representative Systematic Multi-Strategy (SMS) Programs
On a volatility-adjusted basis, the difference in equity correlation between the SMS programs and the Barclay Multi-Strategy Index is visually very clear. It's also apparent that many SMS managers kept up with the Trend Index during its surge in 2014.

Source: Campbell & Company, Bloomberg Finance L.P., Barclayhedge. Based on volatility-adjusted (10% annualized) monthly net performance for representative systematic multi-strategy programs since Jul-14, when Campbell Absolute Return Program began trading in its current format. As of Dec-18.

En 2022 y 2023 recibió el premio consecutivo, ambos años, de The Hedge-Fund Journal al mejor fondo CTA Diversificado por su rendimiento en años anteriores. Y con esto cubrimos el 10% de Hedge-Funds dentro de Icaria Patrimonio.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #10 - Partners Group Value SICAV

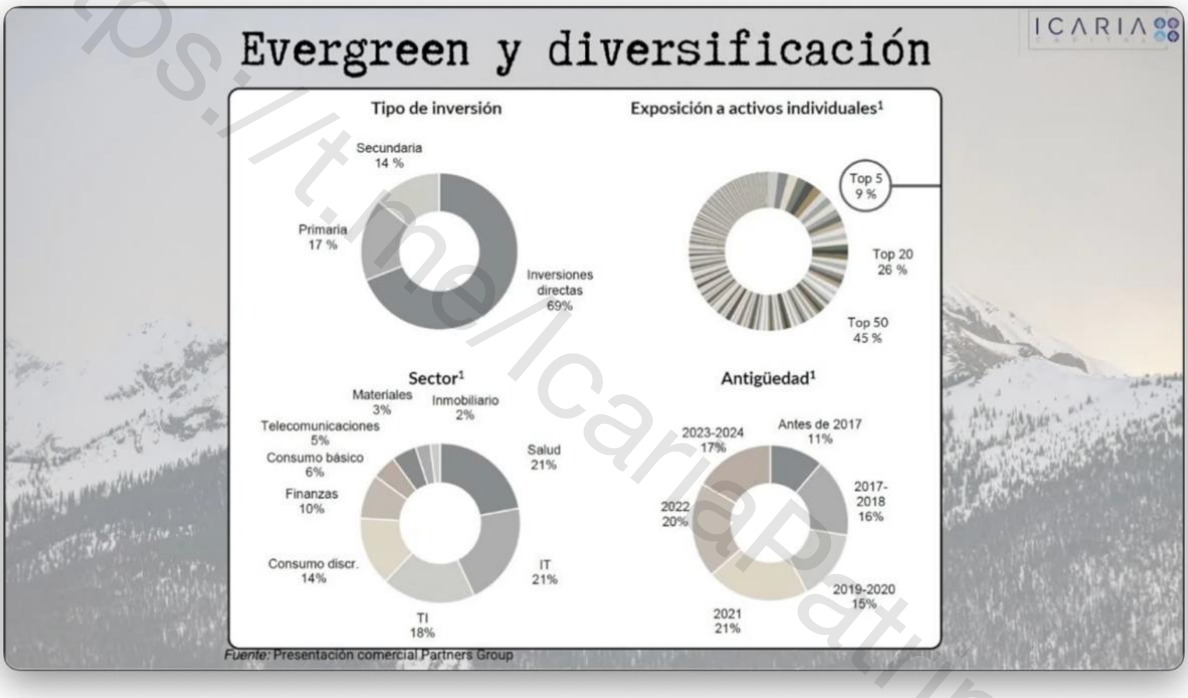
Rentabilidades auditadas desde el año 2007. Ha multiplicado el dinero invertido por 4,3 veces desde el año 2007. En el año 2008, mientras la bolsa caía un -40% a cierre de año, este fondo subió un +6,6% y en el año 2009, mientras la bolsa subía, este fondo cayó sólo un -6,8%, su último año negativo desde entonces. Entre -40% y -6%, hay una gran diferencia. Y en el año 2022, que la Renta Variable también cayó con fuerza, Partners Group terminó en positivo, con +0,3%.

Esto es tremendamente positivo, porque mientras que la bolsa cae, este fondo te compensa en parte la caída. En definitiva suaviza la evolución de tu patrimonio. Esto sucede porque Private Equity sigue la economía real. Se dan los ajustes y las correcciones cuando realmente suceden, mientras que la bolsa funciona anticipando a 6-12 meses vista lo que va a suceder. Por eso se complementan tan bien. Son dos activos que funcionan muy bien y se complementan mejor. Un fondo como el de Partners Group, que además de invertir de forma diversificada, tiene un histórico que llega a los 30 años. Un Track-Record de lo mejor, a nivel mundial.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Gestora Suiza, de las más importantes de Europa, top 3 de Europa. Una gran compañía que vale en bolsa 35.000 millones de francos suizos. Creemos que la clase concreta de Partners Group Value SICAV dentro de Icaria Patrimonio FIL puede ser la Clase R.

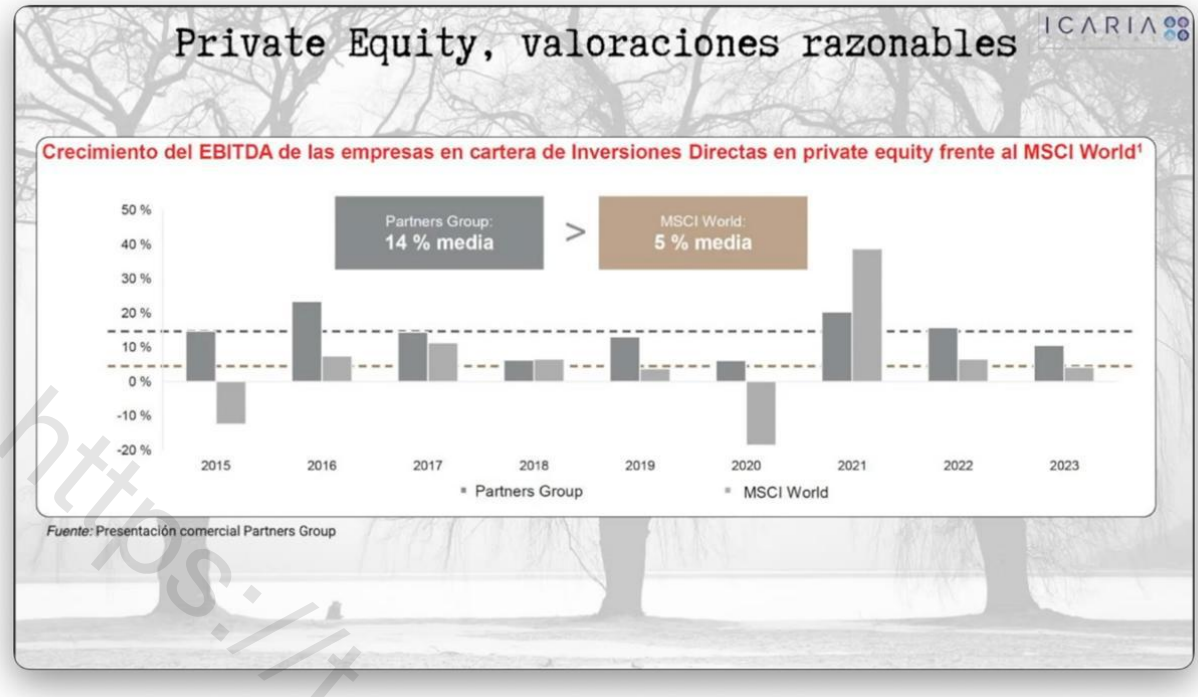
Partners Group ha crecido un ritmo bastante superior al MSCI World y al mismo tiempo se encuentra bastante menos sobrevalorado que el MSCI World. Una de las dudas más comunes y más repetidas por los inversores, tiene que ver sobre las comisiones subyacentes de cada uno de los fondos. Todas las rentabilidades que estáis viendo son netas de comisiones. Eso es lo realmente importante. Es lo que el partícipe va a obtener.



Desde el momento en el que invertimos en Partners Group, tenemos acceso a inversiones que se han hecho desde el año 2017 hasta hoy. Inversiones que se han ido haciendo a lo largo del tiempo. Obtenemos toda esa diversificación. Inversiones directamente en las empresas, y diversificado por sectores. Obtenemos un portfolio de Private Equity tremendamente diversificado.

Al final, la rentabilidad final es muy parecida a la Renta Variable, teniendo en cuenta que los últimos 15 años hemos vivido un periodo en el que la Renta Variable ha obtenido una rentabilidad muy por encima de su media, su mejor periodo de 15 años de la historia, esto debemos de tenerlo en cuenta.

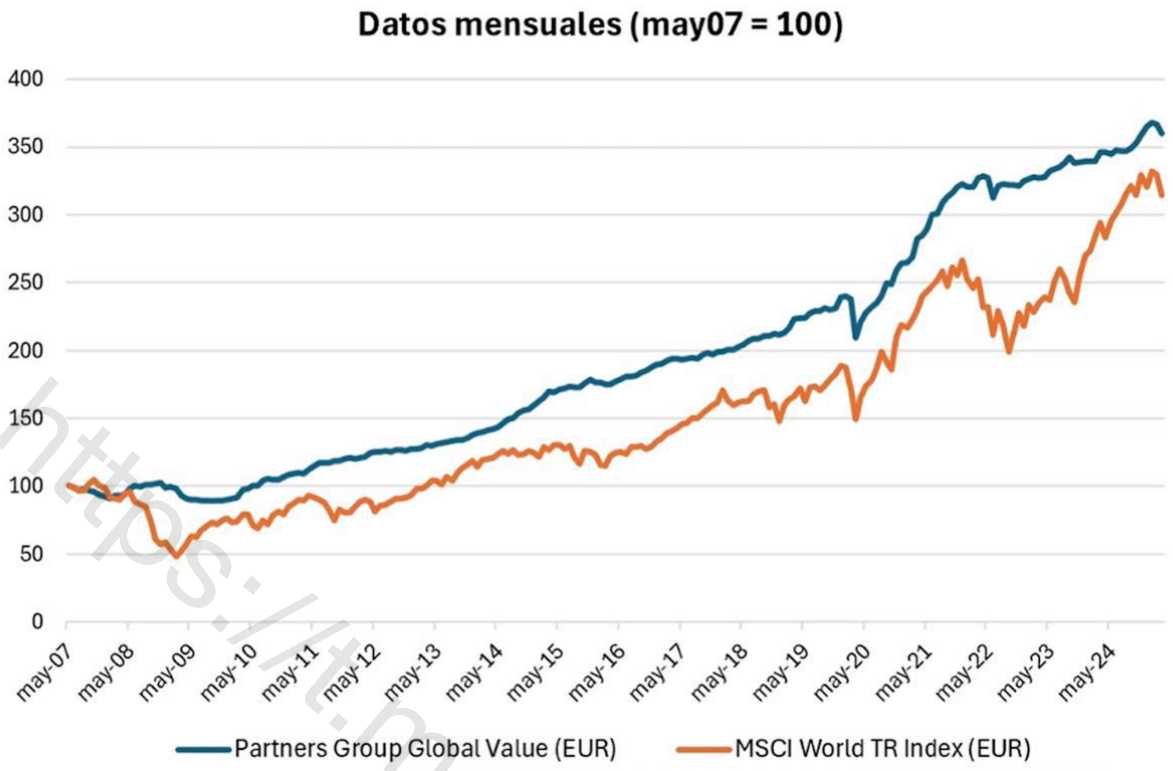
https://t.me/icariaPatrimonio



La rentabilidad media de la Renta Variable desde el año 1973 es del 9% anual, mientras que la rentabilidad media de la Renta Variable los últimos 10 años ha sido casi del 15%, por lo que no es esperable que en los siguientes 10 años, la Renta Variable siga haciendo un 15% anual, esto la gente debería de tenerlo en cuenta. Es esperable que tenga menos de un 9% de rentabilidad, para retornar a la media, que es lo que sucede siempre, históricamente. Esta vez, no es diferente.

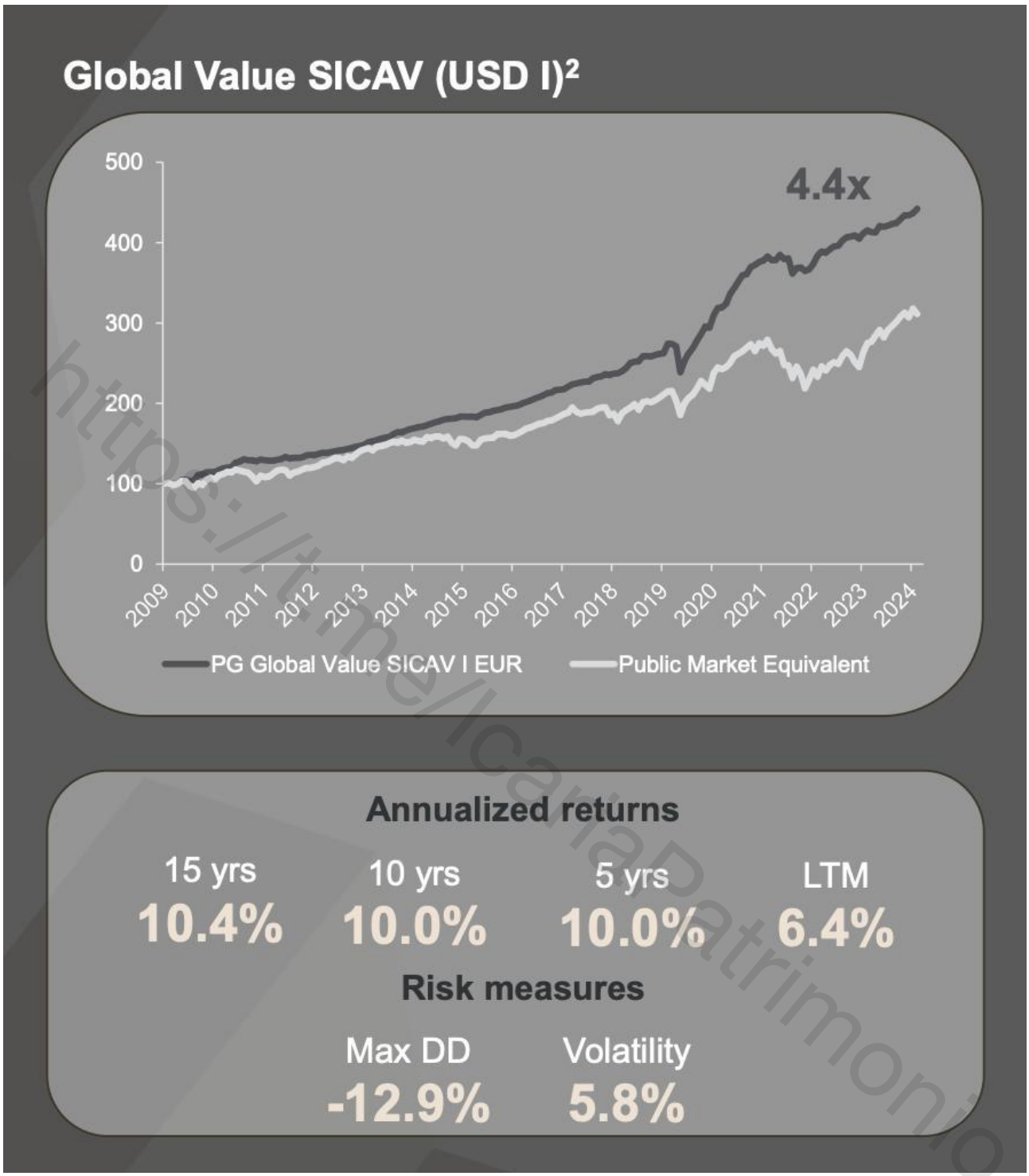
Volviendo a nuestro fondo de Partners Group, es un fondo que ha obtenido una rentabilidad cercana a la de la Renta Variable, pero cuyo drawdown es ocho veces menos que el de la Renta Variable, y el camino del inversor es infinitamente más tranquilo.

https://t.me/IcariaPatrimonio



Partners Group Global Value, denominado en euros, y el índice MSCI World Total Return, si lo denominamos también en euros sin hacer cobertura de la divisa, vemos que ambas inversiones (asumiendo que el índice MSCI World fuera un ETF de comisiones cero) han generado una rentabilidad similar desde 2007, pero Partners Group lo ha hecho con una volatilidad muy inferior a la del índice, de menos de la mitad.

https://t.me/LaCasaDelPatrimonio



Rentabilidad del 10% con volatilidad del 5,8% y máximo drawdown del 12,9%. Datos que pensaba inalcanzables hace unos meses, difíciles de creer, si no supiera que ya se han producido.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Net performance since inception[1]

In %	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	ITD cum.	ITD ann.
PG GL Value SICAV I USD	0.0	17.2	9.9	6.6	10.7	12.4	7.4	7.8	11.8	7.5	15.4	16.3	20.1	0.3	8.2	6.4	1.3	348.0	**10.2**
Public market equivalent	1.0	9.5	-1.7	12.5	18.2	6.1	0.0	6.3	15.7	-5.7	20.9	13.8	14.1	-16.5	17.9	13.2	0.0	211.4	**7.6**

Monthly net performance[1]

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Year
2009												0.0%	**0.0%**
2010	-0.3%	-0.1%	5.1%	0.2%	-1.3%	0.1%	7.2%	0.4%	2.4%	0.4%	-0.2%	2.4%	**17.2%**
2011	1.7%	0.7%	0.5%	4.6%	1.1%	2.3%	-1.0%	-0.1%	-1.0%	1.8%	-0.5%	-0.4%	**9.9%**
2012	-0.3%	1.1%	0.9%	1.9%	-1.6%	0.7%	-0.2%	0.5%	2.0%	0.3%	-0.3%	1.3%	**6.6%**
2013	0.9%	-0.1%	0.7%	0.7%	0.8%	0.4%	1.0%	0.7%	1.3%	0.4%	0.9%	2.4%	**10.7%**
2014	0.7%	1.1%	1.1%	0.7%	0.4%	2.5%	1.5%	-0.2%	1.4%	1.1%	0.6%	1.0%	**12.4%**
2015	0.1%	1.2%	1.0%	1.1%	0.7%	1.2%	0.6%	0.1%	0.1%	1.3%	0.1%	-0.2%	**7.4%**
2016	0.1%	-0.5%	1.6%	1.5%	0.3%	1.0%	0.6%	0.5%	1.2%	0.4%	0.4%	0.5%	**7.8%**
2017	1.2%	0.8%	1.0%	1.1%	0.9%	1.0%	1.4%	0.2%	1.5%	0.2%	0.3%	1.5%	**11.8%**
2018	1.3%	0.4%	0.6%	0.4%	0.0%	1.8%	0.8%	0.3%	1.2%	-0.6%	0.9%	0.1%	**7.5%**
2019	1.0%	1.7%	2.6%	0.6%	0.2%	2.6%	-0.1%	-0.2%	0.8%	0.5%	0.3%	4.5%	**15.4%**
2020	-0.1%	-1.1%	-11.9%	5.9%	3.8%	2.4%	3.6%	2.9%	3.3%	-0.5%	5.3%	2.9%	**16.3%**
2021	0.1%	1.4%	3.9%	2.0%	2.5%	2.2%	0.4%	2.5%	0.6%	1.1%	0.4%	1.4%	**20.1%**
2022	-1.2%	0.0%	1.7%	-1.3%	0.2%	-5.0%	1.9%	0.2%	-1.2%	0.5%	1.9%	2.7%	**0.3%**
2023	1.4%	-0.4%	1.1%	0.9%	0.1%	1.6%	1.1%	0.2%	0.4%	-1.1%	1.7%	0.9%	**8.2%**
2024	-0.5%	-0.1%	2.0%	-0.2%	0.3%	0.6%	0.2%	1.2%	1.1%	0.0%	0.6%	1.3%	**6.4%**
2025	1.1%	-0.2%	-0.3%	0.8%									**1.3%**

Past performance is not a reliable indicator of future results. Source: Partners Group.

Ningún año negativo desde 2010, con caídas mensuales ínfimas. Tan bueno, que parece ficción. Web oficial del fondo, con muchísima información adicional.

https://www.pg-globalvalue.net/en/home/

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #11 - Hamilton Lane Private Equity Fund

Hamilton Lane

April 2025

Global Private Assets Fund

Access a diversified private equity portfolio through a single allocation

https://t.me/icariaPatrimonio

Firm Overview
Hamilton Lane provides our clients with unique and differentiated access to the full spectrum of private markets

$956.1B	$34.3B	3,100+
Assets under management & supervision[1]	Capital deployed in 2024[2]	Direct transactions reviewed annually

Fund Highlights

- Core private equity holding generating capital appreciation over the medium- and long-term in an investor-friendly structure
- Diversified portfolio that seeks to deliver attractive returns with potentially lower realized monthly volatility compared to public markets
- Exposure to co-direct and secondary investments through a single allocation, fully funded upfront, with no capital calls

May 2019	$5.58B	200+	160+
Inception Date	Fund AUM[3]	Total Investments	General Partners

Net Performance[4*]

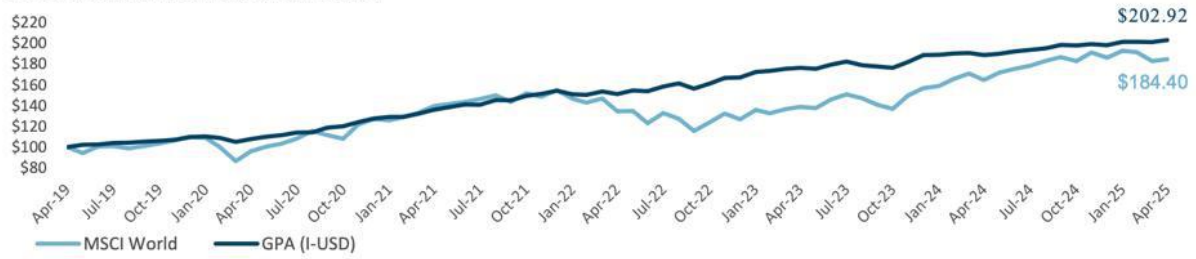
	1M	3M	6M	1Y	3Y p.a.	5Y p.a.	SI p.a.
I-USD	0.95%	0.86%	2.65%	7.65%	10.38%	13.48%	12.52%
MSCI World[5]	0.89%	(4.30%)	0.93%	12.16%	11.06%	13.95%	10.74%
Excess Return	0.06%	5.16%	1.72%	(4.51%)	(0.68%)	(0.47%)	1.78%

Monthly Net Performance – Class I-USD*

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec	Annual
2019	N/A	N/A	N/A	N/A	2.21%	0.40%	1.45%	0.12%	1.09%	0.53%	0.96%	2.62%	9.75%
2020	0.42%	(1.37%)	(3.44%)	2.72%	2.06%	1.41%	2.20%	0.09%	4.10%	0.89%	3.39%	2.93%	16.26%
2021	1.14%	0.04%	2.37%	2.87%	1.89%	1.70%	(0.01%)	3.03%	(0.16%)	2.95%	1.42%	1.88%	20.81%
2022	(2.17%)	(0.39%)	2.14%	(1.65%)	2.34%	(0.46%)	2.96%	1.85%	(3.01%)	3.02%	3.40%	0.28%	8.33%
2023	3.13%	0.56%	1.27%	0.47%	(0.56%)	2.24%	1.78%	(2.03%)	(0.66%)	(0.63%)	3.01%	3.82%	12.94%
2024	0.11%	0.67%	0.22%	(1.03%)	0.69%	1.15%	0.77%	0.80%	1.71%	(0.34%)	0.62%	(0.50%)	4.95%
2025	1.65%	0.08%	(0.16%)	0.95%									2.53%

Hypothetical Growth of $100*

Growth of $100 vs MSCI World Since Inception



*Past performance is not indicative of future results. Please refer to endnotes on page 4.

Rentabilidad del 12,52% anualizada, frente al 10,74% del MSCI World en el mismo periodo. Con volatilidades muy inferiores al MSCI World, y un máximo drawdown mensual del 3,44% con el COVID. Hasta mayo de 2025, lleva un 2,53% YTD.

Fijaos en la línea de crecimiento, cómo muestra una estabilidad extrema, comparada con el MSCI World. Para obtener mejores resultados, incluso. Cualquiera firmaríamos unas métricas así.

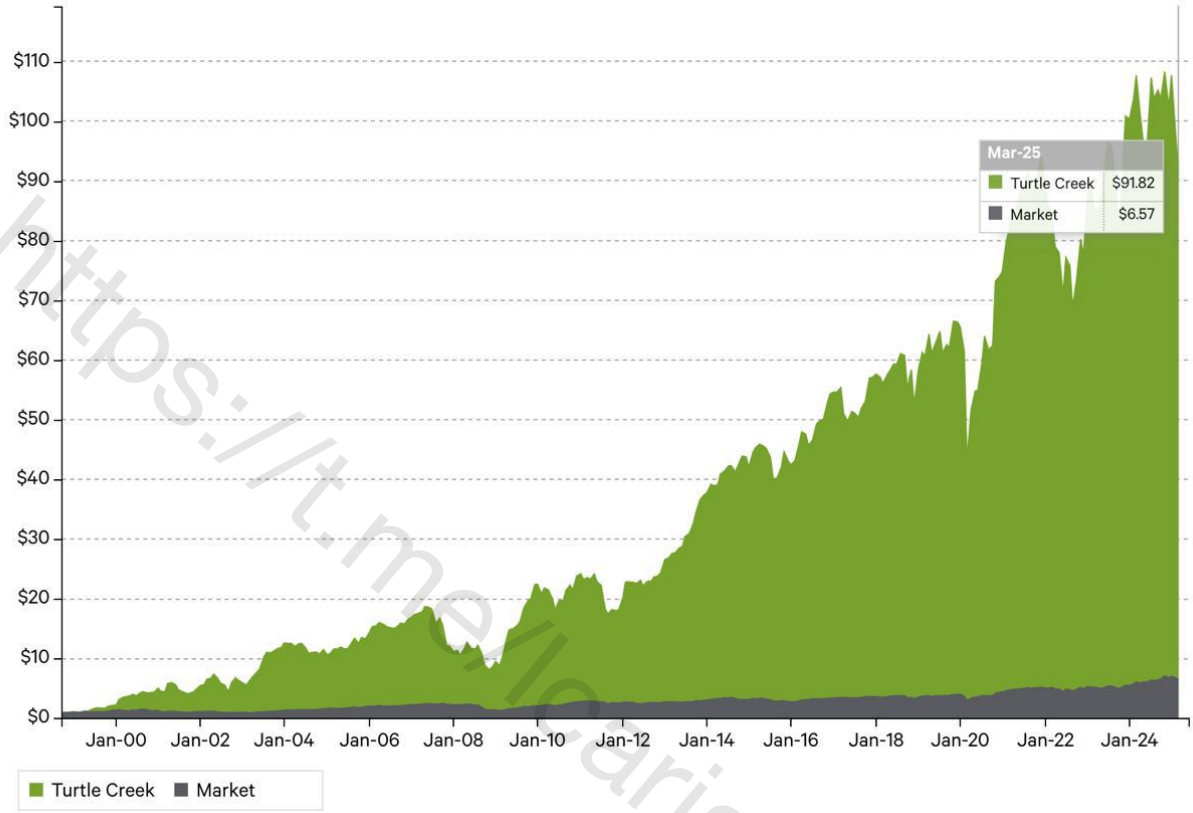
Gestora americana que bate al MSCI World desde su creación. En años como el 2020, que el MSCI World caía un -35% con el COVID, Hamilton Lane cayó sólo un -5%. Esta gestora lleva décadas invirtiendo en Private Equity, es una de las mejores de Estados Unidos. En el año 2022, mientras la la bolsa caía en septiembre casi un -20%, este fondo cayó sólo un -3%. En definitiva, una rentabilidad superior a la del MSCI World, pero con un drawdown y una volatilidad muy inferior.

Y, con esto, terminamos la rama de Private Equity, que es aproximadamente el 30% de Icaria Patrimonio FIL.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #12 - Turtle Creek

Growth of $1



Fondo que existe desde el 1 de noviembre de 1998. Pide un mínimo de 2 millones para poder invertir en él. **Ha generado una rentabilidad anualizada del 19%, frente al 7,5%del Mercado(*) en el mismo periodo.** Una absoluta locura.

Lo que vemos en la gráfica, en color gris, abajo del todo, esa linea plana e imperceptible, es lo que ellos llaman "El Mercado". Lo ha pulverizado por completo.

https://t.me/IcariaPatrimonio

We define Market as the following: References to the "Market" from November 1, 1998 until December 31, 2015, reflects the performance of the S&P/TSX Completion (formerly called the S&P/TSX MidCap) and, prior to its creation on February 29, 2000, the S&P/TSX Composite. From January 1, 2016 to December 31, 2018, the Market's performance reflects the return from a 75% weighting in the S&P/TSX Completion and a 25% weighting in the S&P MidCap 400. From January 1, 2019 onward the Market's performance reflects the return from a 50% weighting in the S&P/TSX Completion and 50% weighting in the S&P MidCap 400. From March 31, 2024 the Market's performance reflects the return from a 33% weighting in the S&P/TSX Completion and 66% weighting in the S&P MidCap 400. The S&P/TSX Composite, S&P/TSX Completion and S&P MidCap 400 are all total return indices. Beginning on September 1, 2003, an annual fee of 10 basis points has been applied to the Market, S&P/TSX Completion and S&P MidCap 400 on a monthly basis, to reflect the approximate costs of investing in a security that aims to track an index or benchmark. References to the Market are not intended to be references to the entire global financial market. The Manager feels a blended benchmark, with varying weights, is appropriate because the weights noted above roughly correspond to the average country exposure of Turtle Creek during the same periods. Prior to December 31, 2015 Turtle Creek's average U.S. company exposure was less than 3%. From December 31, 2015 to December 31, 2018 Turtle Creek's average U.S. company exposure was 29%. From December 31, 2018 to March 31, 2024 Turtle Creek's average U.S. company exposure was 56% and since March 31, 2024 it has averaged 66%. Comparisons to certain indices and benchmarks (or the Market) are provided for illustrative purposes only and are intended to indicate broad market performance. Comparisons to indices and benchmarks are limited in part because indices and benchmarks are not managed and do not charge fees or expenses. A Fund may underperform or outperform an index or benchmark for many reasons. Past performance should not be construed as investment advice or a prediction of future performance.

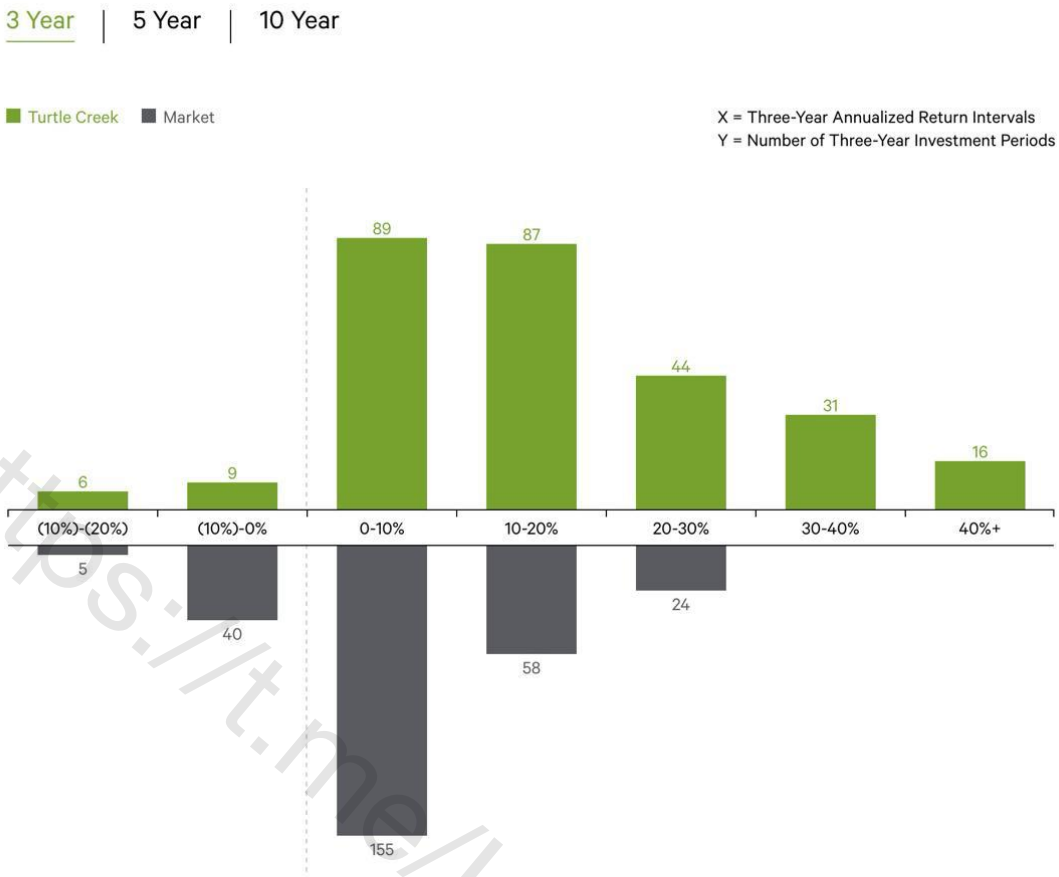
(Disclaimer sobre su denominación de "Mercado")

A los partícipes de Icaria Patrimonio nos hacen un waiver, como en el fondo GSA Coral. **Hacer un waiver, en este caso, significa que la gestora del fondo nos reduce el mínimo de inversión exigido, para que podamos acceder a las Clases Institucionales de los mismos, que suelen repercutir menores comisiones a los partícipes. Eso mejora la rentabilidad neta para el inversor y hace más competitivo el producto.**

Todos los fondos de Renta Variable en los que va a invertir Icaria Patrimonio FIL, van a ser de primerísima división, fondos que una persona de a pie prácticamente tenga imposible acceder, para crear algo que tenga un gran valor añadido.

Dado que Turtle Creek inició su andadura hace más de 25 años, los resultados abarcan un gran número de periodos de rentabilidad trienales renovables que, en conjunto, ilustran adecuadamente las características de riesgo/rentabilidad del fondo.

https://t.me/IcariaPatrimonio



Comparison of Annualized Three-Year Returns

	Turtle Creek	Market
Number of outperforming periods:	219 of 282 (78%)	63 of 282 (22%)
Number of negative periods:	15 of 282	45 of 282
Average return during the worst 15 periods:	-7.4%	-9.9%

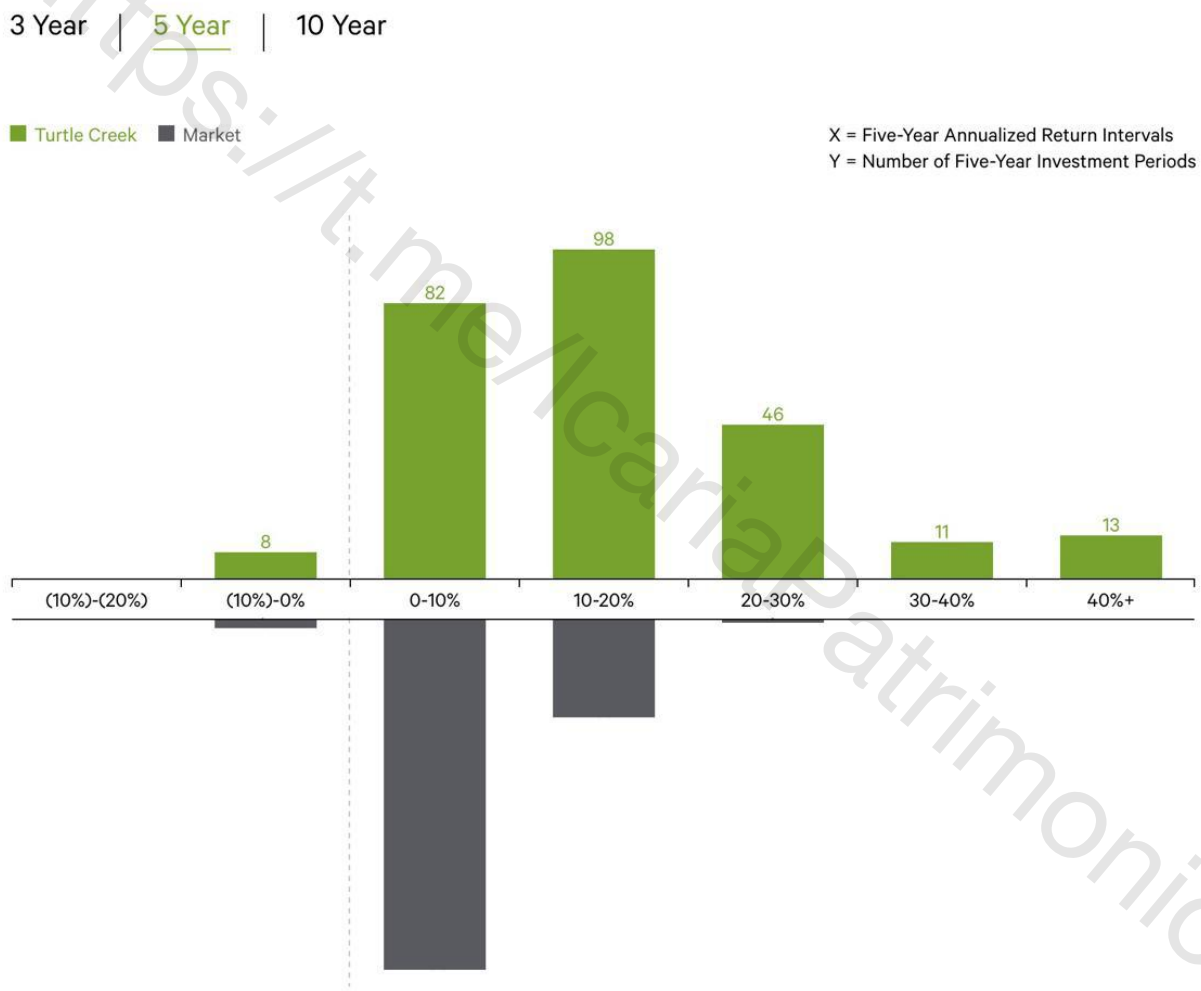
https://t.me/IcariaPatrimonio

En el siguiente gráfico se contabiliza el número de tasas de rentabilidad anualizadas a tres años que se sitúan dentro de intervalos del 10%, representadas como barras horizontales verdes y totalizadas en la parte superior, para Turtle Creek. Para facilitar la comparación, presentamos las rentabilidades del mercado, para los mismos periodos en negro. El VL de Turtle Creek está disponible a final de mes, por lo que el primer periodo de inversión de tres años es del 31/10/1998 al 31/10/2001. El siguiente periodo de tres años es del 30/11/1998 al 30/11/2001. Y así sucesivamente.

Hay más de 200 periodos de inversión trienales discretos en la historia de Turtle Creek que el gráfico facilita evaluar tanto en términos absolutos como relativos.

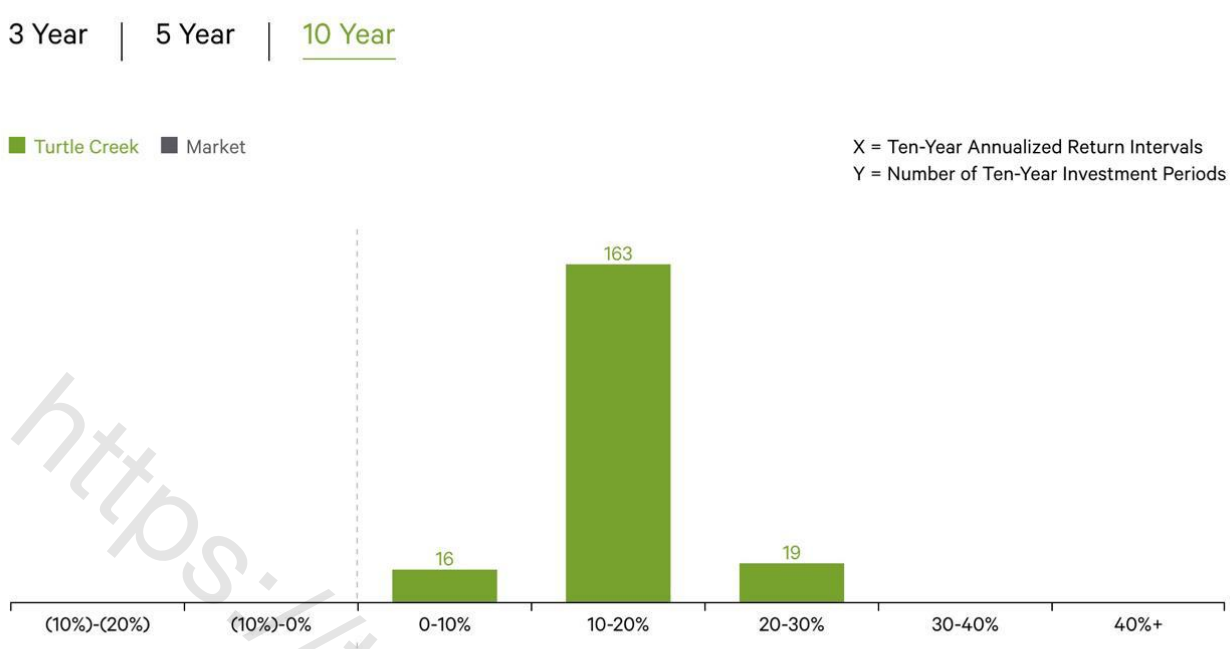
Por ejemplo, **Turtle Creek sólo ha obtenido rentabilidades negativas en el 5% de los casos, frente al 16% del mercado.** También ha obtenido un gran número de tasas de rentabilidad anualizadas superiores al 20%. **Al comparar periodos específicos de tres años, Turtle Creek ha superado al mercado el 80% de las veces (a menudo por una gran cantidad).**

https://t.me/IcariaPatrimonio



Comparison of Annualized Five-Year Returns

	Turtle Creek	Market
Number of outperforming periods:	226 of 258 (88%)	29 of 258 (12%)
Number of negative periods:	8 of 258	5 of 258



Comparison of Annualized Ten-Year Returns

	Turtle Creek	Market
Number of outperforming periods:	197 of 198	1 of 198

Y si se amplía este ejercicio para analizar todos los periodos de inversión de cinco y diez años, la divergencia en la rentabilidad es aún mayor. **Al comparar periodos específicos de diez años, Turtle Creek siempre ha superado al mercado.**

Web oficial: https://www.turtlecreek.ca

Documentación variada, interesante;
https://www.alphatheory.com/blog/turtle-creek

https://old.reddit.com/r/SecurityAnalysis/comments/f7crkl/20_returns_annually_over_21_years_what_is_turtle/

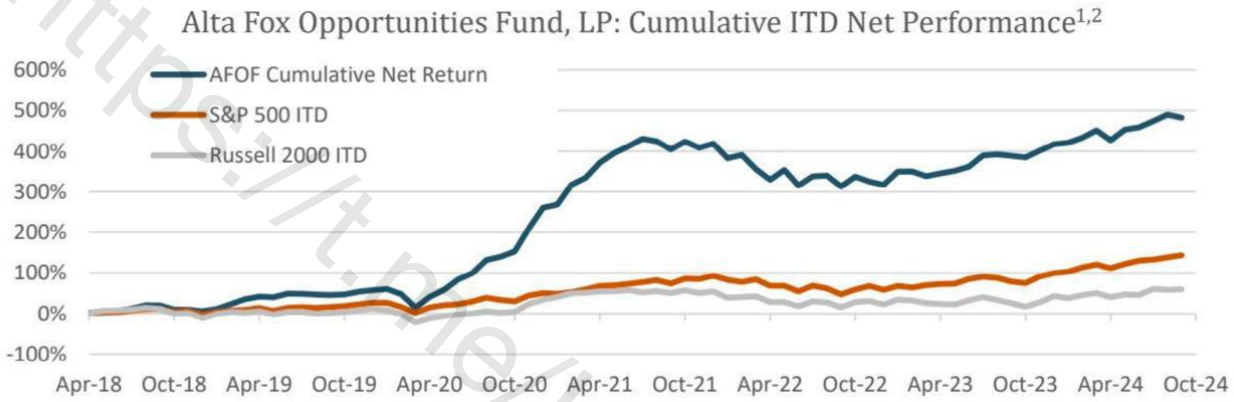
https://www.fundlibrary.com/MutualFunds/Detail/445342

https://www.globenewswire.com/news-release/2025/03/28/3051192/0/en/Turtle-Creek-Asset-Management-UCITS-fund-surpasses-US-100m-in-AUM.html

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #13 - Alta Fox Opportunities Fund

Alta Fox Opportunities Fund, LP[1]			Relevant Index Returns[2]	
	Gross Return	Net Return	Russell 2000 (IWM)	S&P 500 (SPY)
Q3 2024	5.65%	4.16%	9.27%	5.89%
YTD	17.45%	12.54%	11.17%	22.08%
Since Inception	**808.14%**	**482.12%**	**59.25%**	**143.73%**
Annualized	**40.41%**	**31.13%**	**7.42%**	**14.69%**



Ha obtenido una **rentabilidad neta anualizada del 31,4%, frente a un 15,1% del S&P500. Bate al índice por el doble. Ha sido, desde 2018, multiplicar tu dinero invertido por 5.** Es una absoluta locura. Es uno de los mejores fondos del planeta Tierra.

Desde su creación en abril de 2018, el Fondo ha obtenido una rentabilidad bruta del 808,14% y una rentabilidad neta de 482,12%, en comparación con la rentabilidad del Russell 2000 del 59,25% y la del S&P 500 del 143,73%.

Los mínimos para invertir aquí, también son 2 millones de euros.

Alta Fox va a dejar de aceptar nuevos inversores a partir de junio de 2025, así de exclusivo es. Y desde Icaria Patrimonio FIL, estaremos ya dentro para cualquier futuro partícipe.

Es una de las mejores gestoras del mundo, muy centrada en Small Caps y Special Situations.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #14 - Sohra Peak

Period	Partnership Returns[1,2]	S&P 500 Returns[1,3]
Q3 2021	9.5%	(0.9%)
Q4 2021	13.7%	11.0%
2021	**24.5%**	**10.0%**
Q1 2022	(1.3%)	(4.6%)
Q2 2022	(18.9%)	(16.1%)
Q3 2022	(12.8%)	(4.9%)
Q4 2022	18.8%	7.6%
2022	**(17.0%)**	**(18.1%)**
Q1 2023	7.8%	7.5%
Q2 2023	17.1%	8.7%
Q3 2023	27.0%	(3.3%)
Q4 2023	13.5%	11.7%
2023	**82.0%**	**26.3%**
Q1 2024	(1.3%)	10.6%
Q2 2024	(3.8%)	4.3%
Q3 2024	2.2%	5.9%
2024	**(3.0%)**	**22.1%**
Annualized Return Since Inception	**20.7%**	**10.8%**
Cumulative Return Since Inception	**82.6%**	**38.9%**

The below table highlights the partnership's key portfolio composition metrics as of September 30, 2024:

Key Portfolio Composition Metrics[4]			
Number of Holdings:	15	Average Market Cap[5]:	$377MM
Top 5 Holdings Concentration:	53.4%	Investments Non-U.S.[6]:	84.5%

Please see important footnotes to the above tables under the "Disclaimer" section at the end of this letter.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Rentabilidades anualizadas del 20,7% desde su creación, a mediados de 2021. En el mismo periodo, el S&P500 ha dado un 10,8%, prácticamente el doble de rentabilidad.

Sohra Peak es un fondo de nicho, con 400 millones de patrimonio, con 15 posiciones únicamente, **con el 85% de sus inversiones fuera de Estados Unidos**, con un Track-Record impecable y un gestor al que Carlos Santiso conoce personalmente. Es de lo mejor que hay a nivel mundial.

Sí me gustaría hacer hincapié en datos tan dispares como que en la segunda mitad de 2021 obtuvo un 24% de rentabilidad, en el año 2022 cayó lo mismo que el S&P500, en el

2023 se disparó un bestial 82% frente al 26% del S&P, pero en nueves meses del 2024 su rendimiento ha sido del -3% frente al gran 22% del S&P500.

Supongo que Santiso habrá sabido elegir el peso exacto de este fondo dentro de Icaria Patrimonio, porque efectivamente, todo indica que es un fondo muy de nicho, y que no debería formar parte de una cartera "conservadora" en un porcentaje elevado.

Es cierto que renta variable dentro de Icaria Patrimonio será apenas el 20%, y tenemos unos seis fondos, que sepamos, que se repartirán ese porcentaje.

Web oficial de Sohra Peak, con más información;
https://sohrapeakcapital.com/about/

Entre sus inversiones, supermercados polacos, proveedor de material minero australiano, o empresa alimenticia británica;
https://sohrapeakcapital.com/research/

Twitter del fundador;
https://x.com/JonCukierwar

https://t.me/IcariaPatrimonio

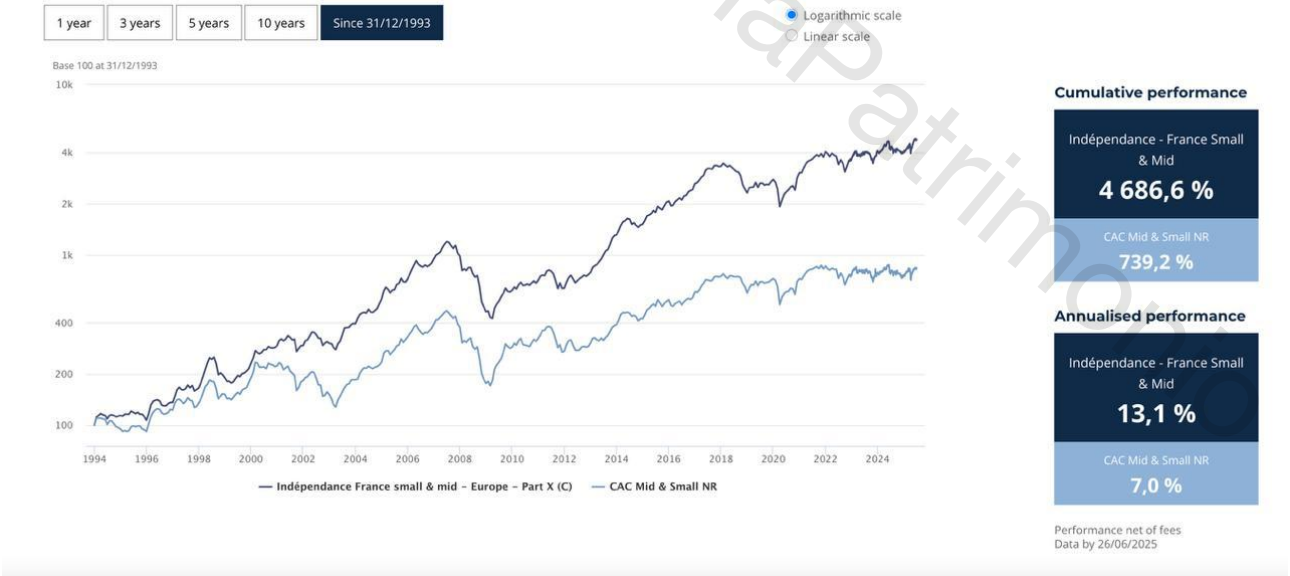
Icaria Patrimonio FIL - Fondo #15 - Indépendance et Expansion

Historial de resultados

PERFORMANCE	NAV	YTD	1 YEAR	3 YEARS	5 YEARS	10 YEARS	SINCE 31/12/1993	ANNUALISED
INDÉPENDANCE - FRANCE SMALL & MID	**867,34**	**18,6 %**	**14,0 %**	**40,6 %**	**103,6 %**	**169,3 %**	**4 686,6 %**	**13,1 %**
CAC MID & SMALL NR	—	10,5 %	6,0 %	14,9 %	37,6 %	67,4 %	739,2 %	7,0 %

DATA BY 26/06/2025 - **PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE PERFORMANCE**

Gráfico de rendimiento



Fondo centrado en inversiones en Europa, **desde el año 1993, con una rentabilidad anualizada del 13,1%.** Algo que, invirtiendo en Europa y yéndonos tan atrás, es espectacular. Tiene 410 millones bajo gestión, y sólo en la primera mitad 2025, lleva un impresionante 18,6% de rentabilidad.

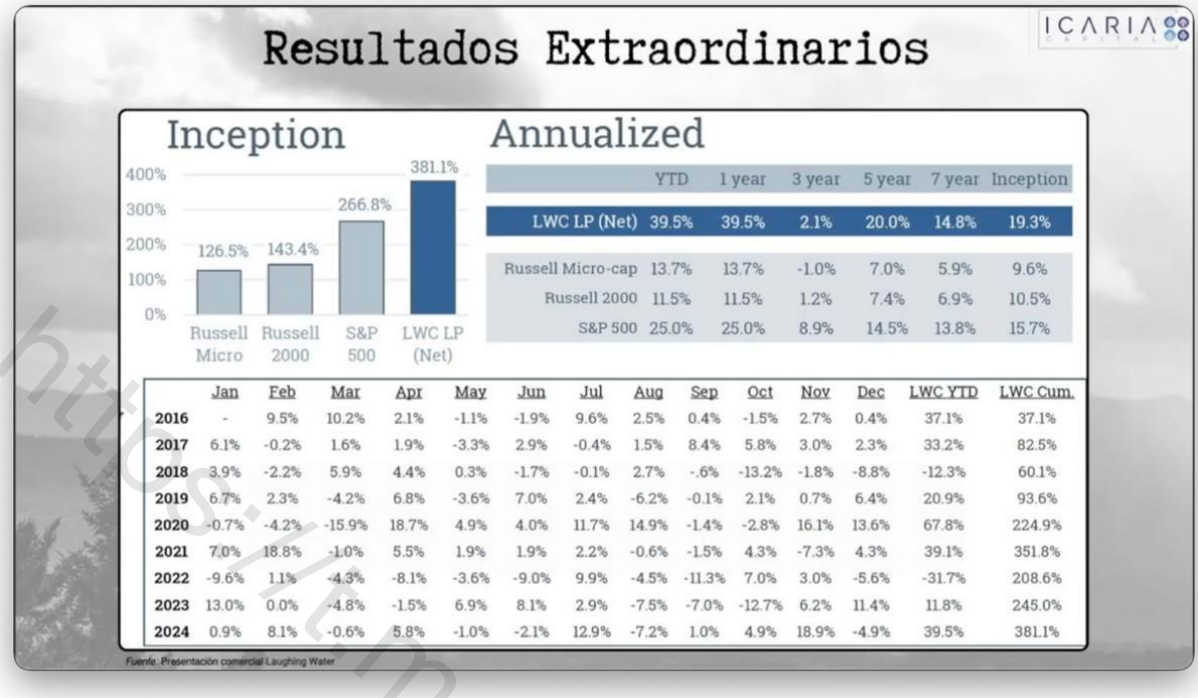
https://t.me/IcariaPatrimonio

Sus peores años, 2008 con un derrumbe del -53%, 2018 con un -30%, y un -10% en 2011 y 2022. El resto de años, positivos. **Especialmente impresionante que, en los horribles años 2000, 2001, 2002 y 2003, tuviera ganancias acumuladas del 60%.** Si os fijais, también, el 80% de los años termina positivo, un porcentaje superior al MSCI World o al S&P500.

Invierte principalmente en pequeñas y medianas empresas cotizadas. Desde su creación se han guiado por la metodología Quality Value.

Su web oficial;
https://www.independance-am.com/es/nuestros-fondos/france-small/

https://t.me/IcariaPatrimonio



https://t.me/IcariaPatrimonio

Retornos netos del 19,3% frente a un 15,7% del S&P500 en el mismo periodo.

Su peor año fue 2022 con un -31,7%. En 2020 hizo un descomunal +67,8, mientras que en 2024 acabó con un estratosférico +39,5%.

Fijaos los retornos por meses, qué locura de cifras. Es volátil, no cabe duda.

En este caso, uno de los mejores fondos del mundo de Small-Cap, pequeñas empresas que cotizan en bolsa, a nivel mundial.

Elliott Associates, L.P. Fund

Análisis desde su creación (febrero 1977) hasta diciembre de 2024

ELLIOTT®

Rentabilidad neta acumulada desde 1977	32180,9 %
Rentabilidad neta compuesta anualizada	12,8 %
Rentabilidad neta compuesta trimestral	3,1 %
Mayor ganancia neta anual	32,1 %
Mayor pérdida neta anual	-7,0 %

https://t.me/icariapatrimonio

RENTABILIDADES NETAS ANUALES DESDE 1977

Año	YTD	ITD	Fund AUM ($MM)	Strategy AUM ($MM)	Año	YTD	ITD	Fund AUM ($MM)	Strategy AUM ($MM)
2024	10,5 %	32180,9 %	23118 US$	72666 US$	2000	24,3 %	2587,2 %	832 US$	1734 US$
2023	8 %	29103,6 %	20657 US$	64465 US$	1999	18,1 %	2061,4 %	625 US$	1304 US$
2022	5,9 %	26935,5 %	17565 US$	55236 US$	1998	-7 %	1730,6 %	669 US$	1395 US$
2021	15,1 %	25423,4 %	15968 US$	51495 US$	1997	12,1 %	1868,2 %	681 US$	1310 US$
2020	12,7 %	22083,6 %	12931 US$	43223 US$	1996	19 %	1655,9 %	591 US$	905 US$
2019	7 %	19590,1 %	12082 US$	38994 US$	1995	18,3 %	1376,1 %	528 US$	676 US$
2018	3,3 %	18294,4 %	11286 US$	34671 US$	1994	0 %	1148,2 %	578 US$	657 US$
2017	9,1 %	17698,3 %	11180 US$	34451 US$	1993	21,6 %	1148,2 %	470 US$	470 US$
2016	13,5 %	16219 %	10260 US$	31315 US$	1992	15,1 %	926,8 %	375 US$	375 US$
2015	3,1 %	14276,4 %	9195 US$	26964 US$	1991	12,4 %	792 %	320 US$	320 US$
2014	8,6 %	13846,7 %	8900 US$	25638 US$	1990	13,4 %	693,4 %	295 US$	295 US$
2013	13,1 %	12742,3 %	8417 US$	28992 US$	1989	23,8 %	599,9 %	244 US$	244 US$
2012	13,9 %	11258,8 %	7749 US$	21553 US$	1988	13,4 %	465,2 %	233 US$	233 US$
2011	4,4 %	9871,6 %	6917 US$	19060 US$	1987	6,7 %	398,2 %	213 US$	213 US$
2010	7,8 %	9450,5 %	6662 US$	16816 US$	1986	10,7 %	367 %	200 US$	200 US$
2009	30,7 %	8759,1 %	6475 US$	16229 US$	1985	22,5 %	321,7 %	134 US$	134 US$
2008	-3,1 %	6676,6 %	5388 US$	13326 US$	1984	16,5 %	244,3 %	92 US$	92 US$
2007	32,1 %	6891,9 %	4216 US$	10031 US$	1983	22,1 %	195,6 %	59 US$	59 US$
2006	17,1 %	5193,1 %	3034 US$	7193 US$	1982	17,6 %	142,1 %	28 US$	28 US$
2005	12,7 %	4419,2 %	2450 US$	5699 US$	1981	23,4 %	105,9 %	19 US$	19 US$
2004	13,2 %	3910,6 %	1807 US$	4321 US$	1980	22,6 %	66,8 %	12 US$	12 US$
2003	14,2 %	3443,5 %	1580 US$	3744 US$	1979	16,6 %	36 %	6 US$	6 US$
2002	6,6 %	3003,2 %	1293 US$	3036 US$	1978	9,9 %	16,6 %	4 US$	4 US$
2001	8,3 %	2810,1 %	1014 US$	2314 US$	1977	6,1 %	6,1 %	2 US$	2 US$

Las cifras de activos bajo gestión (AUM) se muestran en millones, incluyen importes redondeados y se muestran al final de cada año natural completado (o, en su defecto, al final del último trimestre natural completado). Los activos bajo gestión de la estrategia en 1994 incluyen una suscripción inicial de 80 millones de dólares para acciones de Ell realizada en diciembre de 1994. Los resultados pasados no son necesariamente indicativos de resultados futuros.

Una de las novedades será **Elliott Associates LP**. Su mínimo de inversión ronda los 5 o 10 millones de euros. Estamos en contacto con ellos porque es un fondo que está cerrado, pero cuando veáis las rentabilidades, entenderéis por qué estamos intentando que nos hagan un hueco para finales de 2025.

Un fondo con un Track-Record desde 1977, con una **rentabilidad neta anualizada del 12,8%**, que es muy superior a la de la renta variable. Muy superior. Pero la parte más increíble es que **desde 1977 sólo ha tenido dos años en negativo. El año 1998 con un -7% y el año 2008 con un -3%.** Es decir, su mayor pérdida anual, en los últimos 47 años, es de apenas un 7%. Una absoluta barbaridad. Su mejor año fue el 2007, ganando un 32,1%, con el 2009 ganando otro 30,7%. Volatilidad absolutamente increíble del 2,9% a 10 años, y del 5,2% a 20 años. Mayor caída a 10 años, un 0,9%. Y a 20 años, un 10,3%. **Ratio Sharpe de 2,4 a 10 años y de 1,8 a 20 años. 89% de trimestres positivos en los últimos 20 años. No he visto nada igual.**

RENTABILIDAD NETA COMPUESTA ANUALIZADA	ELLIOTT ASSOCIATES L.P.	S&P 500 CON DIVIDENDOS	BLOOMBERG US AGGREGATE BOND INDEX
5 años	10,4 %	14,5 %	-0,3 %
10 años	8,8 %	13,1 %	1,3 %
20 años	11 %	10,3 %	3 %

VOLATILIDAD ANUALIZADA	ELLIOTT ASSOCIATES L.P.	S&P 500 CON DIVIDENDOS	BLOOMBERG US AGGREGATE BOND INDEX
5 años	2,9 %	18,8 %	6,6 %
10 años	2,9 %	15,5 %	5,3 %
20 años	5,2 %	15,8 %	4,4 %

RATIO DE SHARPE	ELLIOTT ASSOCIATES L.P.	S&P 500 CON DIVIDENDOS	BLOOMBERG US AGGREGATE BOND INDEX
5 años	2,8	0,6	-0,4
10 años	2,4	0,7	-0,1
20 años	1,8	0,5	0,3

MAYOR CAÍDA	ELLIOTT ASSOCIATES L.P.	S&P 500 CON DIVIDENDOS	BLOOMBERG US AGGREGATE BOND INDEX
5 años	-0,5 %	-23,9 %	-14,6 %
10 años	-0,9 %	-23,9 %	-14,6 %
20 años	-10,3 %	-45,8 %	-14,6 %

PORCENTAJE DE TRIMESTRES POSITIVOS	ELLIOTT ASSOCIATES L.P.	S&P 500 CON DIVIDENDOS	BLOOMBERG US AGGREGATE BOND INDEX
5 años	90 %	75 %	60 %
10 años	87,5 %	80 %	67,5 %
20 años	88,8 %	75 %	70 %

https://t.me/LaCriaPatrimonio

Aclarar que son rentabilidades en dólares, habría que pasar a euros, pero es un fondo que queremos tener, y que es bastante posible que tengamos, a final de año, para incorporarlo a la parte de Hedge-Funds.

En caso de entrar en Elliott Associates LP, **la parte de Hedge Funds puede que aumente temporalmente su peso en el FIL**. Ahora pesa en torno a un 13%, puede que se vaya a un 18%. Pero será temporalmente, por excepciones como esta, que creemos que nos compensa, con creces.

Elliott Investment Management L.P. **gestiona aproximadamente 51.500 millones de dólares** de activos. Su fondo insignia, Elliott Associates, L.P., se fundó en 1977, lo que lo convierte en **uno de los fondos más antiguos de bajo gestión continua.** Entre los inversores de los fondos de Elliott figuran fondos de pensiones, fondos soberanos, endowments, fundaciones, fondos de fondos, particulares y familias con grandes patrimonios, así como empleados de la empresa.

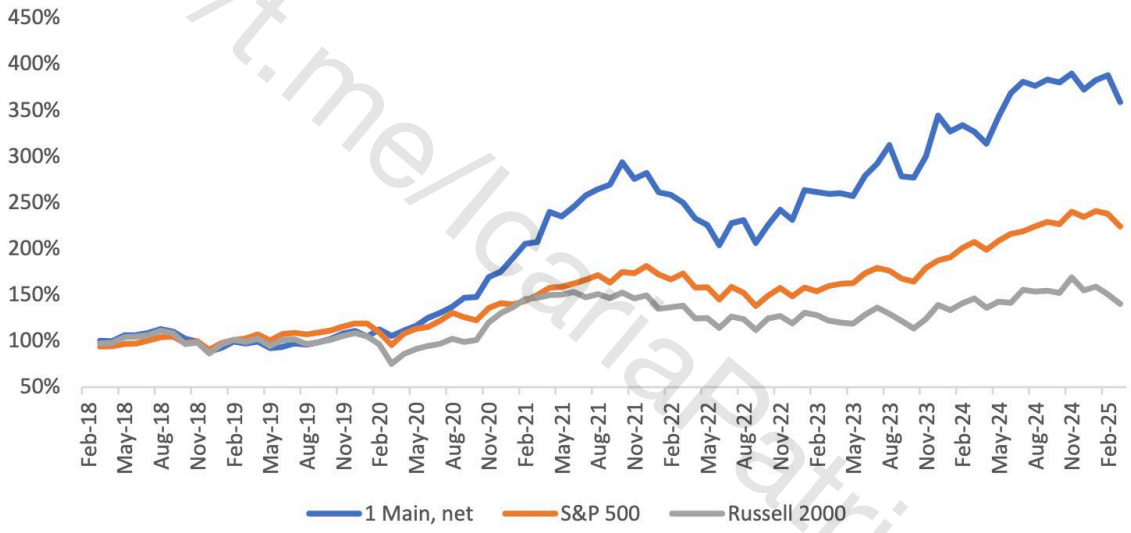
https://t.me/IcariaPatrimonio

1 MAIN CAPITAL

Performance Summary[2]

2025	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
1 Main Capital Partners - Gross	3.5%	1.7%	-8.1%										-3.3%
1 Main Capital Partners - Net	2.8%	1.4%	-7.5%										-3.6%
S&P 500 index - incl dividends	2.8%	-1.3%	-5.6%										-4.3%
Russell 2000 - incl dividends	2.6%	-5.4%	-6.8%										-9.5%

	One Year	Three Year	Five Year	Since Inception	Inception Annualized
1 Main Capital Partners - Gross	12.3%	16.1%	35.0%	396.6%	25.1%
1 Main Capital Partners - Net	9.9%	12.8%	27.8%	258.7%	19.5%
S&P 500 index - incl dividends	8.2%	9.0%	18.6%	124.1%	11.9%
Russell 2000 - incl dividends	-4.0%	0.5%	13.2%	40.1%	4.8%

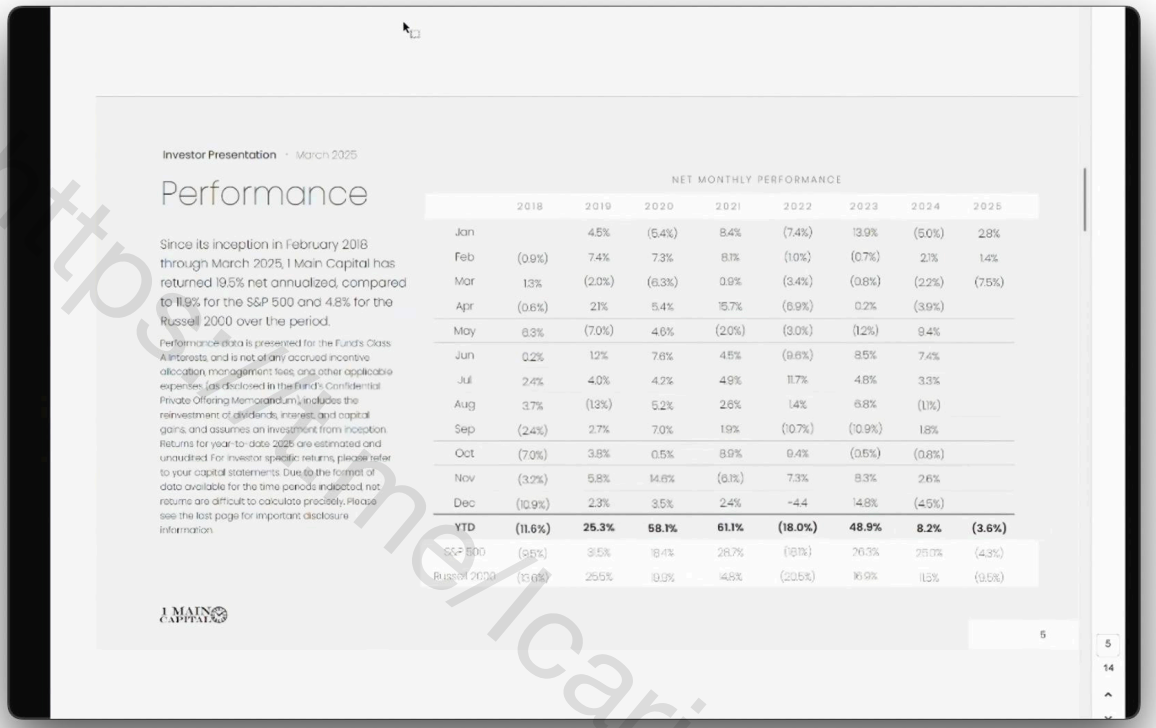


https://t.me/IcariaPatrimonio

Otro de los fondos que ya tenemos, es **One Mail Capital**. Tiene un gestor extraordinario, Yaron Naymark. Aquí tenéis las rentabilidades, a lo largo de los años, contra el S&P500, habiéndolo hecho de forma extraordinaria, invirtiendo en small-cap. Desde febrero de 2018, **una rentabilidad neta del 19,5% frente al 11,9% del S&P500.** Conseguir batir al S&P500 en uno de sus mejores periodos de la historia es un gran mérito. **Y lo hace sin invertir en ninguna compañía del S&P500.** Un grandísimo fondo.

Lo importante aquí no son tanto las rentabilidades, que son extraordinarias, sino qué tipo de compañías tienen, cuánto tiempo las mantienen, qué perfil son, cuál es la rotación de la cartera, o cuál es el *performance attribution*, es decir, de ese 19% de rentabilidad neta

anualizada, ¿cuánto viene de haber hecho un *home-run* o realmente sido un conjunto de muchas buenas ideas? Nosotros preferimos un conjunto de muchas buenas ideas, que una idea que te ensalza la rentabilidad. Ese es parte del proceso que hacemos nosotros para analizar.



Investor Presentation · March 2025

Performance

Since its inception in February 2018 through March 2025, I Main Capital has returned 19.5% net annualized, compared to 11.9% for the S&P 500 and 4.8% for the Russell 2000 over the period.

Performance data is presented for the Fund's Class A interests, and is net of any accrued incentive allocation, management fees, and other applicable expenses (as disclosed in the Fund's Confidential Private Offering Memorandum), includes the reinvestment of dividends, interest, and capital gains, and assumes an investment from inception. Returns for year-to-date 2025 are estimated and unaudited. For investor specific returns, please refer to your capital statements. Due to the format of data available for the time periods indicated, net returns are difficult to calculate precisely. Please see the last page for important disclosure information.

NET MONTHLY PERFORMANCE

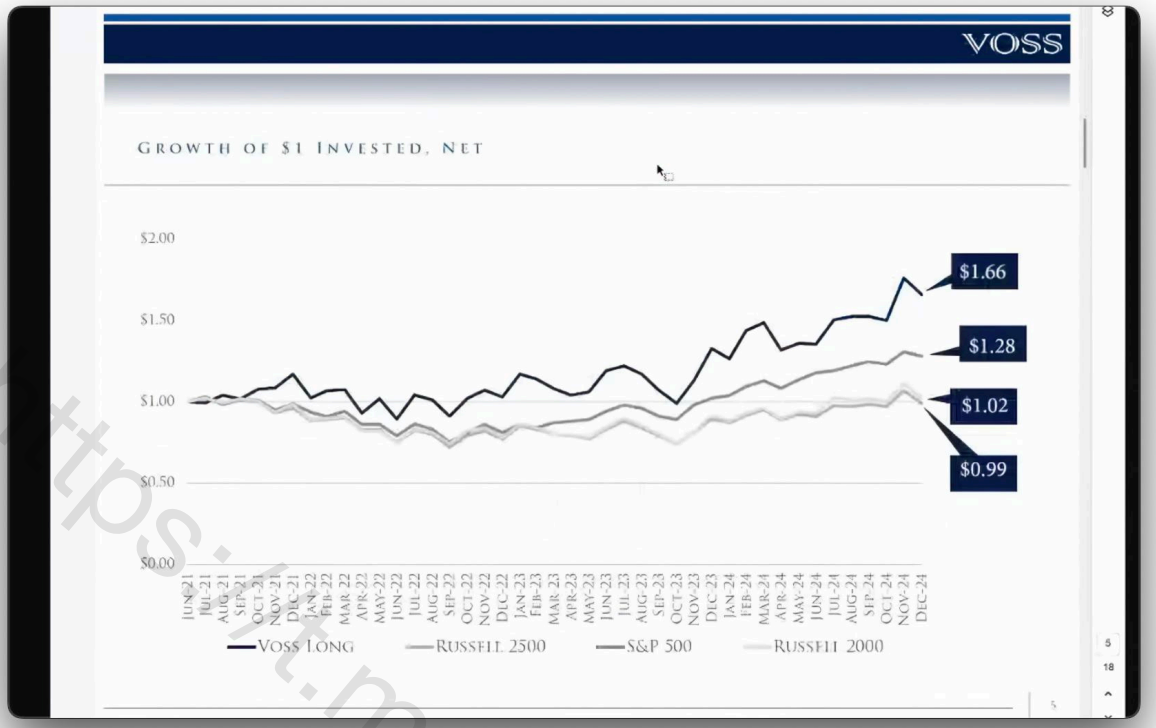
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Jan		4.5%	(5.4%)	8.4%	(7.4%)	13.9%	(5.0%)	2.8%
Feb	(0.9%)	7.4%	7.3%	8.1%	(1.0%)	(0.7%)	2.1%	1.4%
Mar	1.3%	(2.0%)	(8.3%)	0.9%	(3.4%)	(0.8%)	(2.2%)	(7.5%)
Apr	(0.6%)	2.1%	5.4%	15.7%	(6.9%)	0.2%	(3.9%)	
May	6.3%	(7.0%)	4.6%	(2.0%)	(3.0%)	(1.2%)	9.4%	
Jun	0.2%	1.2%	7.6%	4.5%	(9.6%)	8.5%	7.4%	
Jul	2.4%	4.0%	4.2%	4.9%	11.7%	4.8%	3.3%	
Aug	3.7%	(1.3%)	5.2%	2.6%	1.4%	6.8%	(1.1%)	
Sep	(2.4%)	2.7%	7.0%	1.9%	(10.7%)	(10.9%)	1.8%	
Oct	(7.0%)	3.8%	0.5%	8.9%	9.4%	(0.5%)	(0.8%)	
Nov	(3.2%)	5.8%	14.6%	(6.1%)	7.3%	8.3%	2.6%	
Dec	(10.9%)	2.3%	3.5%	2.4%	-4.4	14.8%	(4.5%)	
YTD	**(11.6%)**	**25.3%**	**58.1%**	**61.1%**	**(18.0%)**	**48.9%**	**8.2%**	**(3.6%)**
S&P 500	(9.5%)	31.5%	18.4%	28.7%	(18.1%)	26.3%	25.0%	(4.3%)
Russell 2000	(13.6%)	25.5%	19.9%	14.8%	(20.5%)	16.9%	11.5%	(9.5%)

I MAIN CAPITAL

5

5
14

https://t.me/IcariaPatrimonio



Tenemos **Voss Capital**, que es una de las más grandes, nos gusta mucho el perfil de compañías que tienen. Una gestora más grande que las anteriores.

Rentabilidad neta anualizada del 15,6% y un 61% acumulado desde junio de 2021.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #20 - Sextant Quality Focus

RENTABILIDADES HISTÓRICAS

https://t.me/IcariaPatrimonio

RENTABILIDADES

	Rentabilidades acumuladas								Rentabilidades anualizadas		
	1 mes	3 meses	6 meses	YTD	1 año	3 años	5 años	Desde creación	3 años	5 años	Desde creación
Fondo	+2,1%	+4,5%	-2,2%	+1,1%	+11,2%	-	-	+60,9%	-	-	+19,5%
Índice de referencia	+3,9%	+11,2%	-2,7%	+0,3%	+9,1%	-	-	+39,5%	-	-	+13,3%

RENTABILIDADES MENSUALES

	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	Año	Índice de referencia
2025	3,4%	0,6%	-6,6%	-0,3%	4,5%	-2,1%	2,1%						1,1%	0,3%
2024	2,5%	2,8%	3,0%	-2,2%	0,8%	1,1%	1,6%	1,4%	3,3%	-0,8%	4,1%	1,6%	20,8%	26,3%
2023	8,2%	2,2%	6,9%	2,7%	3,2%	1,2%	4,4%	2,0%	-3,0%	-1,6%	4,6%	3,3%	39,4%	19,2%
2022												-5,5%	-5,5%	-7,6%

INDICADORES

	1 año	3 años	Desde creación
Volatilidad fondo (Índice)	13,0% (18,1%)	- (-)	12,4% (14,0%)
Tracking Error	9,4%	-	8,4%
Ratio de información	0,2	-	0,7
Ratio de Sharpe	0,7	-	1,3
Max drawdown	-13,50%	-	-13,50%

PRINCIPALES CONTRIBUIDORES

Top 5		Bottom 5	
Alphabet	49bps	Cie Financiere Richemont	-60bps
Microsoft	47bps	Adobe	-32bps
Taiwan Semiconductor Man	39bps	Paradox Interactive	-26bps
Meta Platforms	36bps	Paypal Holdings	-22bps
Arista Networks	31bps	Rational	-10bps

Se trata de una gestora francesa, Amiral Gestion. Este fondo tiene como objetivo alcanzar, durante el periodo de inversión recomendado de 5 años, una rentabilidad neta de comisiones superior al índice MSCI World Net Total Return EUR, a través de una selección de 25 valores de renta variable internacional de gran y mediana capitalización.

Rentabilidad anualizada del 19,5% desde diciembre de 2022 (60% acumulada) frente al 13,3% anualizada (39% acumulada) del MSCI World.

Volatilidad del fondo del 12% (frente al 14% del MSCI World) y **máximo drawdon** durante Liberation Day **del 13,5%** (frente al 20% del MSCI World en el mismo periodo).

Ratio Sharpe de 1,2, que no es poca cosa.

Dentro de Icaria Patrimonio FIL, **el peso de Sextant Quality Focus es del 1,8% sobre el total del FIL,** dentro de la Clase Institucional, con una **comisión reducida del 0,7%.**

Web del fondo; https://www.amiralgestion.com/es/sextant-quality-focus

https://t.me/IcariaPatrimonio

~~Icaria Patrimonio FIL - Fondo #21 - Fundsmith Equity Fund~~

(Actualmente no-invertido en Icaria Patrimonio FIL, a fecha de septiembre de 2025)

Performance Chart

02/11/2011 - 31/07/2025

https://t.me/IcariaPatrimonio

Cumulative performance (%) — **Performance data as at 31 July 2025**

Key	Instrument	YTD	1M	3M	6M	1Y	3Y	5Y	10Y	From inception	From inception annualised
A	Fundsmith Equity Fund T Acc (EUR)[5]	-3.3	2.0	7.3	-8.5	0.7	15.2	45.1	163.0	520.5	14.2
B	Sector: IA Global (EUR)[6]	0.3	3.3	10.4	-3.3	6.1	25.4	65.7	110.1	285.3	10.3

Performance, % Total Return

	Jul 2025	2025 to 31.07.2025	2024	2023	2022	2021	2020	Inception to 31.07.2025	Annualised to 31.07.2025
Fundsmith[1]	+2.0	-3.3	+13.6	+13.4	-17.3	+28.9	+10.7	+520.5	+14.2
Equities [2]	+3.9	+0.3	+26.6	+19.6	-12.8	+31.1	+6.3	+434.4	+13.0
EU Bonds [3]	-0.6	-3.0	+0.3	+10.5	-32.3	-7.0	+11.2	+53.1	+3.1
Cash [4]	+0.2	+1.4	+3.7	+3.2	-0.0	-0.6	-0.4	+7.0	+0.5

The Fund is not managed with reference to any benchmark, the above comparators are provided for information purposes only. [1] T class € accumulation shares, net of fees priced at midday UK time, source: Bloomberg [2] MSCI World Index (€ Net) priced at close of business US time, source: www.msci.com. The MSCI World Index is a developed world index of global equities across all sectors and, as such, is a fair comparison given the Company's investment objective and policy. [3] Bloomberg Series-E Euro Govt 10+ yr Bond Index, source: Bloomberg [4] € Interest Rate, source: Bloomberg.

Monthly performance table, % Total Return, T Class, EUR, Accumulation Shares

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	July	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec	Total
2011											+2.5	+6.6	9.3
2012	+1.2	+2.2	+2.4	+2.1	+1.2	+1.0	+6.5	-1.6	-0.2	-1.6	+2.4	-2.1	14.2
2013	+3.8	+3.8	+5.7	+1.2	+2.3	-2.3	+0.7	-2.1	+1.9	+2.7	+2.4	+0.2	22.2
2014	-2.3	+3.2	+0.9	+0.7	+5.1	+0.4	+1.8	+2.6	+3.7	+3.7	+5.5	+2.7	31.6
2015	+7.8	+4.0	+1.2	-0.9	+3.7	-5.4	+6.7	-7.3	-1.2	+10.9	+4.2	-1.8	22.3
2016	-4.6	+2.6	+1.5	+0.1	+4.1	-0.1	+3.8	+0.6	-0.8	-1.9	+1.8	+2.4	9.4
2017	+0.1	+6.6	+1.5	+2.0	+1.8	-1.7	-0.7	-0.9	+1.1	+6.0	+0.2	+0.7	17.7
2018	+2.8	-2.4	-3.8	+3.0	+6.7	+1.0	+1.9	+2.4	+1.0	-6.0	+2.9	-7.5	0.9
2019	+6.9	+6.4	+5.7	+2.0	-1.4	+2.5	+2.9	+0.5	-1.0	+0.8	+3.0	+0.6	32.5
2020	+3.5	-7.8	-7.2	+10.1	+3.1	-1.1	+2.0	+4.9	-1.0	-1.0	+5.0	+1.3	10.7
2021	-0.7	+2.6	+4.3	+3.6	+0.5	+5.9	+3.5	+0.9	-3.5	+2.2	+2.6	+4.1	28.9
2022	-8.1	-4.4	+2.8	-0.8	-5.4	-3.7	+9.5	-2.8	-6.8	+2.5	+1.0	-1.3	-17.3
2023	+1.9	+1.8	+3.4	+2.8	-1.7	+2.3	+1.0	-0.7	-2.8	-3.0	+5.1	+2.8	+13.4
2024	+4.6	+4.2	+2.2	-2.2	-0.1	+3.3	-2.8	+1.9	+0.1	-0.6	+4.3	-1.6	+13.6
2025	+5.6	-1.3	-10.3	-3.7	+6.5	-1.2	+2.0						-3.3

Fund Performance Analysis

To 31 Jul 2025, T Class Acc	%
Annualised Rate of Return	+14.2
Best Month	+10.9 (Oct '15)
Worst Month	-10.3 (Mar '25)
Average Month	+1.2
% Positive Months	68

Geographic Split

As at 31 Jul 2025, by Country of Listing	%
US	76.1
France	9.0
Denmark	5.1
UK	4.3
Spain	2.3
Sweden	1.4
Cash	1.9

Portfolio Comment for July 2025

There were no outright sales or purchases of holdings made in the month. The top 5 contributors in the month were Microsoft, IDEXX, Meta Platforms, Alphabet and L'Oréal. The top 5 detractors were Novo Nordisk, Waters, Philip Morris, Otis and Texas Instruments.

Top 10 holdings

- Microsoft
- Meta Platforms
- Stryker
- L'Oréal
- IDEXX
- Visa
- Automatic Data Processing
- Alphabet
- Unilever
- Marriott

Our values

- No Fees for Performance
- No Up Front Fees
- No Nonsense
- No Debt or Derivatives
- No Shorting
- No Market Timing
- No Index Hugging
- No Trading
- No Hedging

Fundsmith knows

Just a small number of high quality, resilient, global growth companies that are good value and which we intend to hold for a long time, and in which we invest our own money.

Sector Split

As at 31 Jul 2025, GICS® Categories	%
Health Care	26.3
Consumer Staples	19.9
Information Technology	14.6
Communication Services	13.1
Consumer Discretionary	11.6
Industrials	7.8
Financials	4.8
Cash	1.9

https://t.me/LaPatrimonio

Probablemente el fondo de inversión más famoso del mundo y de los fondos más reconocidos del sector. Sus características principales podrían ser; crecimiento de calidad, valoraciones atractivas, convicción y baja rotación. El **Fundsmith Equity Fund** es un fondo de Renta Variable Global del tipo Gran Capitalización Growth, lanzado en 2011. Pertenece a la gestora británica del mismo nombre fundada por Terry Smith en 2010.

Su fundador y el principal valedor de la estrategia es Terry Smith, a quién se le ha llegado a denominar "***el Warren Buffett inglés***", por los grandes rendimientos conseguidos. Se caracteriza por emplear una filosofía muy diferenciada, en la que destaca el enfoque **buy-and-hold** de empresas de gran calidad, a unas valoraciones atractivas. Sus fondos buscan poseer carteras concentradas de negocios cotizados elegidos sobre la base de los fundamentos de la empresa, amplias ventajas competitivas y valoraciones atractivas.

Tiene un enfoque concentrado, con una cartera limitada, compuesta a fecha de este análisis por 28 posiciones, con un tamaño de 20.000 millones de libras.

Desde su creación, el fondo ha demostrado su capacidad para **superar consistentemente al índice MSCI World.**

En este sentido, **el rendimiento anualizado desde 2011 ha sido del 14,2%** (frente al 11,9% del MSCI World), lo que supone una rentabilidad acumulada del 520%, **con sólo un año negativo.** Una auténtica barbaridad.

Como detalle especial, tiene un **Active Share del 88%**, lo que nos delata una gestión activa extremadamente alta, alejada del índice, para bien y para mal. Hay que entender la coyuntura, que perfil de acciones tienen en cartera, y en base a ello, establecer un contexto. Por ejemplo, Fundsmith tiene un peso elevado en consumo defensivo y healthcare de +29% y +28%, frente al el 90% del S&P500 los últimos 5 años.

Esto sucedió al revés antes de 2020, donde Fundsmith lo hacía mucho mejor que fondos que hoy están en boca de todos. Con esto quiero decir, que los gráficos de performance son accesibles para cualquiera, si con tan solo eso se consiguiese hacer una cartera robusta, sería demasiado fácil.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #21 - "Repos" y Pagarés

En lo relativo a liquidez, Icaria Patrimonio invierte en 'repos' y pagarés, con una **rentabilidad media del 3%**. Algunos ejemplos de ello son, por ejemplo, Urbaser, Técnicas Reunidas y Talgo.

En inversiones, un repo (*repurchase agreement* o acuerdo de recompra) es un contrato a corto plazo en el que una parte vende un activo financiero (generalmente deuda pública o privada de alta calidad) a otra parte, y se compromete a recomprarlo en una fecha futura cercana (normalmente entre 1 día y 2 semanas) a un precio superior.

La mecánica es la siguiente; el vendedor inicial obtiene liquidez inmediata usando los títulos como colateral. El comprador inicial presta efectivo y obtiene un interés implícito (diferencia entre precio de venta y recompra). El interés se llama tasa repo.

Ejemplo numérico: Banco A vende bonos del Tesoro por 10 M€ a Banco B hoy. Pactan recomprarlos en 7 días por 10,01 M€. Banco A paga 10.000 € en intereses → coste del financiamiento.

Algunas de sus características clave: Son un instrumento de financiación garantizada. Tienen un riesgo bajo si el colateral es de alta calidad. Es usado por Bancos Centrales para controlar la liquidez y los tipos de interés. Si la operación es inversa (el inversor presta efectivo y compra temporalmente títulos), se llama *reverse repo*.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Y, hasta aquí, la información concreta que hemos podido recopilar, a día de hoy, sobre los fondos que integran Icaria Patrimonio FIL.

Han sido 21 fondos, increíbles todos, desde mi punto de vista. Habrá alguno más, que incluiremos a medida que lo conozcamos.

Iremos desgranando toda la nueva información que aporte Carlos, periódicamente.

Apuntes variados sobre Icaria Patrimonio FIL

Resumen de artículos de la estrategia de Icaria Patrimonio FIL;
https://www.icariacapital.es/blog/categories/icaria-patrimonio-fil

Páginas donde hacer seguimiento a la evolución de Icaria Patrimonio;
Andbank Wealth Management (usando el buscador, aparecen los partícipes, el patrimonio y el Valor Liquidativo);
https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondosvl/

Morningstar, Finect, QuéFondos y CincoDías;
https://global.morningstar.com/es/inversiones/fondos/0P0001V1ET/cotizacion

https://www.finect.com/fondos-inversion/ES0147415006-Icaria_patrimonio_a_fil

https://www.quefondos.com/es/fondos/ficha/index.html?isin=ES0147415006

https://fondosyplanes.cincodias.elpais.com/fondo-inversion/ICARIA-PATRIMONIOL-A-ES0147415006

Recopilatorio de la filosofía "endowment", para ir acumulando más y más conocimiento cada día, y conocer con más detalle, si cabe, la que puede ser nuestra carteras para el resto de nuestra vida como inversores.
https://forocoches.com/foro/showthread.php?t=10267808

Hilo de Rankia y de Forocoches sobre el FIL, por si alguien, quiere dejar sus impresiones.
https://www.rankia.com/foros/fondos-inversion/temas/6799807-opiniones-icaria-patrimonio-fil?page=1
https://forocoches.com/foro/showthread.php?t=10401965

Caso personal de un inversor con 150.000 € en Icaria Patrimonio (entre otras cosas), creo que incluso pignorados, casi nada. Lectura muy recomendada, en cualquier caso.
https://saludfinanciera.substack.com/p/fdv-36

Una estrategia milenaria que, además de seguir vigente hoy en día, casualmente, coincide con precisión con la exposición de Carlos Santiso sobre Icaria Patrimonio FIL, y **corrobora lo acertado de haber seguido esa premisa de inversión diversificada.**
https://moclano.substack.com/p/la-estrategia-talmud

https://t.me/IcariaPatrimonio

Actualización 9-julio-2025

Icaria Patrimonio FIL ya cuenta con **49 partícipes que han invertido 14 millones** de euros en poco más de un mes. No podemos estar más contentos.

En septiembre, tendremos comité trimestral con los partícipes, donde actualizaremos cómo transcurre el comportamiento de Icaria Patrimonio, qué novedades se están planteando, profundizaremos en cómo ha ido el fondo, y sobre todo hablaremos de perspectivas a futuro, porque **estaremos siempre analizando nuevos fondos a incluir** en el FIL, como estamos haciendo ahora, donde vamos a contar novedades de cara a final de año.

Al final, simplemente es poder tener la posibilidad de acceder a fondos de corte institucional, entre todos.

Personalmente, ninguno de nosotros podríamos acceder a fondos que tienen mínimos de 2 millones, en algunos casos de 5 o de 10 millones. Pero a través del FIL sí podemos hacerlo, lo que es una de las grandes ventajas. Entre la suma de todos los partícipes, se puede tener un estilo de gestión que es para muy altos patrimonios. Sin disponer de ese patrimonio de forma individual, tenemos la suerte de poder acceder a este tipo de vehículos.

A día de hoy, **estamos invertidos aproximadamente al 75% en los fondos, y llegaremos al 100% durante este mes de julio.** Esto sucede porque la mayoría de fondos en los que invierte Icaria Patrimonio no son fondos que se suscriben a través de ninguna plataforma, no es como entrar en MyInvestor, comprar el fondo y ya está.

La mayoría de las suscripciones de estos fondos son procesos que llevan 6-7 meses, procesos de *Compliance*, donde al gestor de Icaria Patrimonio y a la propia gestora le hacen una *Due Diligence*; quién es el gestor, el banco, su trabajo previo, papeleo, un montón de información, es un proceso totalmente manual, nada tiene que ver con los fondos tradicionales. Y eso conlleva que los tiempos no sean los mismos, pero a cierre de julio estaremos invertidos ya al 100%, así que muy contentos con la marcha y los

https://t.me/IcariaPatrimonio

ritmos del FIL. Y contentísimos sobre todo porque ya está materializado el FIL, ya no hay vuelta atrás. Todos los procesos de *Due Diligence*, inversión, contacto con las gestoras y materialización de todo eso, ya está terminado.

A partir de ahora sentarse, esperar y disfrutar del camino con poca volatilidad. Esperemos que sea tan sencillo como parece, que estamos convencidos de que así será.

Comportamiento durante el primer semestre de 2025, y aclaración sobre el Valor Liquidativo

https://t.me/IcariaPatrimonio

En lo relativo a **su rendimiento la primera mitad del año, estaría en torno a un +2%**. El dólar ha hecho mucho daño, con un -14% YTD, y tenemos bastantes activos en dólares. **El MSCI World lleva un -3%** YTD. Una diferencia de +5% a favor de Icaria Patrimonio.

Hay fondos que han ido muy bien, como los fondos de infraestructuras, otros razonablemente bien, como Deuda Privada. Hedge-Funds han ido regular. Por ejemplo, Brevan Howard está plano en la primera mitad de año y Campbell ligeramente positivo. Los fondos de Equity americanos de microcap han sufrido, sobre todo por el dólar. Esa parte de Equity es la parte que más ha sufrido este año, y a su vez es la parte que, a largo plazo, más alegrías nos va a dar.

En general, ha sido el comportamiento esperado. En **un año donde el dólar ha hecho tanto daño**, con el MSCI World EUR a -3%, hemos tenido un comportamiento razonablemente estable. **Cuando en abril el MSCI World igual iba a -15%, Icaria Patrimonio FIL llevaba apenas un -1%, aproximadamente.** Así que muy bien, muy tranquilos, en **un fondo cuya volatilidad esperada estará en torno al 6%**, que es donde creemos que estaremos cuando vayan saliendo los Valores Liquidativos.

Y en cuanto a los Valores Liquidativos que pueden verse en Inversis, a día de hoy lo que se ve es que han suscrito con NAV de junio, pero el NAV de junio no se ve hasta la segunda quincena del mes. **Icaria Patrimonio FIL actualizará su Valor Liquidativo en los 30 días naturales posteriores al cierre de mes.** Es decir, si cierra en junio, tienes 30 días naturales para reportar el liquidativo. Esto sucede porque algunos de los fondos

subyacentes reportan en entre 5 y 15 días después, la gran mayoría, pero hay algunos que reportan en torno al día 25. Entonces, si queremos dar un Valor Liquidativo real, tenemos que esperar a que esos fondos reporten, lo que conlleva que el partícipe lo vea a finales de mes. Siempre será antes de que empiece el nuevo mes.

Ya hemos hablado de la importancia que tiene poder acceder a estos fondos tan exclusivos y sofisticados, sólo disponibles a partir de varios millones. El gran valor añadido es acceder a fondos que es imposible acceder por uno mismo, pero **otra de las grandes ventajas que tenemos es la diversificación y descorrelación con respecto a la renta variable.** Eso es algo esencial, dado el momento que estamos viviendo en la renta variable, y lo que viviremos en los años venideros. Eso sí, debemos matizar algo, y siempre lo hemos hecho en las reuniones con los clientes. No somos muy creyentes en esa promesa tan habitual, porque ya son muchos años gestionando fondos de terceros, como para ser conocedores de que muchos de los fondos que se venden como descorrelacionados con la renta variable, acaban estando correlacionados en muchos momentos.

Por ejemplo, podemos hablar del fondo más grande de Blackstone, que es el gestor número uno a nivel mundial de alternativos. Blackstone tiene el fondo Partners, que es donde los socios de Blackstone invierten el dinero más líquido, cuyo único objetivo es estar descorrelacionado a la renta variada. Ese es su objetivo. Sin embargo, en el año 2008 cayó un 17%.

Es cierto que hay Hedge-Funds de beta negativa, como Brevan Howard Master Fund, que en la gran mayoría de casos cumple con su descorrelación, pero mucho cuidado con el relato apriorístico sobre los fondos descorrelacionados.

Hablando en concreto sobre **Icaria Patrimonio FIL**, no será un fondo que cuando la Renta Variable caiga un -50%, nosotros vayamos a subir. Ese no es su objetivo. Es un fondo que **cuando la renta variable caiga un -50%, esperamos caer un -15%**, para que el camino sea muchísimo más tranquilo, porque no tiene nada que ver perder la mitad de tus ahorros, que perder un -15%. Es un mundo radicalmente diferente. Pero no significa que Icaria Patrimonio vaya a tener un camino opuesto a la renta variable. Va a estar correlacionado con renta variable, pero muchísimo más suavizado.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Tenemos también a nuestro famoso fondo, que es de mis favoritos, **Brevan Howard Master Fund Limited**. Hizo un +20% en 2008 en dólares y un +50% en euros. En un año como el COVID hizo un +28%, y en un año como 2022, que fue durísimo para todo el mundo, hizo un +20%. **Este es un fondo que sí que descorrelaciona, pero hay muy pocos en el mundo que cumplan con eso.**

Esto son algunos de los ejemplos que ya tenemos en cartera.

Sobre el comité trimestral para partícipes

Será un vídeo, en el cual utilizaremos un PowerPoint que sirva de base para el comité. Comentaremos un poco perspectivas macro, la situación en la que nos encontramos y todo eso. También veremos pues cómo lo ha hecho el fondo, cómo lo ha hecho cada categoría, qué posibles nuevos fondos estamos mirando, como el caso que veíamos ahora de Elliott Associates.

Finalmente veremos si hemos hecho algún incremento a algunas de las categorías. Aunque no habrá mucha variación, pero algún cambio iremos teniendo. En general, saber dónde estamos y hacia dónde vamos. Va a ser algo de ese estilo.

En torno a una hora de duración, donde **a los partícipes les compartiremos un enlace privado** y podrán hacer preguntas y comentarios en directo.

Últimos comentarios

Reincidir en que la parte de Hedge-Funds americana es la que más ha sufrido en esta primera mitad de 2025, por el dólar básicamente. **Algunos fondos iban -2% en dólares, pero si le sumas el -14% del Euro/Dólar, pues ya te vas muy abajo.** Para un inversor americano no ha sido un drama, pero para un inversor europeo, ha afectado bastante.

De cualquier modo, **estas situaciones a largo plazo no tienen gran impacto**, será la parte de Hedge-Funds, en torno a un 20% de **Icaria Patrimonio FIL**. Tenemos muchas otras partes que compensan, como Infraestructuras o Deuda Privada que ha ido muy bien, la parte de Real Assets, residencias de estudiantes, que siempre irá como un reloj,

https://t.me/IcariaPatrimonio

casi como un bono, y la parte que tenemos en pagarés, la parte de liquidez, también irá siempre bien.

Todo ello nos lleva a estar, aproximadamente, un +2% en esta primera mitad del año, sobre todo por el impacto negativo de los Hedge-Funds, pero eso ya lo sabíamos, es parte del juego.

Algo parecido a lo que sucede en Cartera Permanente, un año como este el oro lo ha hecho increíble, pero la renta variable no tanto y los bonos mal, entonces tienes un comportamiento afortunadamente bueno, pero no es tan bueno como el del oro, porque hay más piezas que son las que en otros momentos nos ayudarán.

Eso sí, **cuando llegue un boom alcista, será precisamente la parte de Hedge-Funds de renta variable la que nos lleve a las nubes.** Serán los que mejor lo vayan a hacer. Y, precisamente por eso, **todas las piezas son absolutamente indispensables.**

Cualquier duda, nos pueden preguntar directamente y podemos hacer una reunión con los partícipes, porque el gestor está interesado en conocerlos a todos, ya que es un fondo en el que **lo que más se busca es la estabilidad y un comportamiento responsable de los partícipes.** Ese es el principal objetivo. De hecho, todos los partícipes que forman parte del proyecto, entre los que, por supuesto, se encuentra el gestor, los ha conocido personalmente y estarán en los comités. Es un proyecto bastante más personal, de conocer de tú a tú a todos los integrantes, no queremos que sea un proyecto mayoritario.

Muy contento con las 50 personas, por ahora, que forman parte del proyecto, porque son personas con el mismo perfil y filosofía.

https://t.me/LaCriaPatrimonio

Actualización 1-agosto-2025

Preguntas adicionales

1-¿Qué porcentaje de exposición al dólar 'unhedged', sin cubrir, tenemos aproximadamente sobre el total de fondos que conforman Icaria Patrimonio FIL?
Las inversiones directas, como los préstamos puente, están cubiertas del todo. O las de infra o real estate. Las inversiones en renta variable global o Private Equity global, no se cubren, porque no tiene sentido. Que Apple cotice en dólares, no implica que su riesgo sea dólar. Su riesgo está vinculado al % de cada divisa generado en el flujo de caja. Sobre esto si queréis podemos hacer un vídeo.

2-¿Qué benchmark se ha utilizado para medir el Capture Ratio de Icaria Patrimonio, en la tabla comparativa con el MSCI World? Ya que esos ratios de 74 y 71 del MSCI World me parecen muy bajos, puesto que para un indexado clásico, Morningstar indica ratios upside y downside ratios por encima de 100.
MSCI World pasado a euros.

3-¿Tendrá Icaria Patrimonio FIL ficha propia en Finect, Morningstar, Yahoo Finance o similares, para poder integrarlo dentro de PortfolioPerformance? En Finect, por ejemplo, hay varias decenas de FIL, de toda índole.
En las que haya info de FIL, intuyo que si.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Críticas adicionales

Crítica de JACPAT (miembro del grupo de Telegram)

(comentario del autor, en color rojo)

Desde mi punto de vista, todo lo que sea aportar más del 20-25% del patrimonio a Icaria Patrimonio, me parece una temeridad.

Me interesa mucho profundizar en eso. ¿Es por la iliquidez? ¿Por la complejidad de los subyacentes? ¿Es por ser un producto novedoso que puede no cumplir con lo prometido y dar más sustos de los normales? ¿Qué elevados riesgos existen como para que nadie meta más del 25% de su dinero en un fondo con menos de la mitad de volatilidad del MSCI World? A raíz del comentario de "Salud Financiera", que pensaba lo mismo que tú (y él sabe mucho más que yo), he estado reflexionando sobre esa postura. No he podido razonar otro motivo para esa afirmación, de forma objetiva, más allá de la iliquidez. Porque por diversificación, en Icaria Patrimonio tenemos activos de todo tipo, por sector, capitalización, geografía e incluso volatilidad, desde microcaps arriesgadas de volatilidad +20% a inmobiliarios o renta fija de volatilidad cuasi-inexistente. La diversificación es tal que incluso podría valer para que fuese el único vehículo de nuestra cartera, si alguno se encuentra cómodo con ello (yo prefiero añadir otros activos, como Offroad (exposición al S&P500), oro o Bitcoin). He razonado lo siguiente;

1-Si inviertes en Icaria Patrimonio un dinero que no vas a necesitar en el corto plazo (lo cual debería ser obligatorio).

2-Si tu perfil de riesgo es similar al de una Cartera Permanente.

Entonces, supongamos que una persona tiene 200k para invertir, y el 75% de ese dinero no piensa sacarlo en el largo plazo, ¿no sería más arriesgado tener 150k en el MSCI World y 50k en un monetario, que tener 150k en Icaria Patrimonio y 50k en un monetario?. Hablando siempre de perfil de riesgo, no de liquidez. Ya hemos establecido la premisa de que el dinero dentro de Icaria Patrimonio no debería ser nunca un dinero necesario a corto/medio plazo. No he conocido a nadie que dijera que, si tienes 200k para invertir, y un perfil de inversor moderado, no deberías meter el 75% en la Cartera

https://t.me/IcariaPatrimonio

Permanente y el 25% en un monetario, por poner un ejemplo donde tendrías disponible 50.000 € seguros e inmediatos, y 150.000 € en tu "cartera conservadora" de largo plazo.

Un producto que lleva un 30 y pico % en Private Equity… recordad que si cualquier inversor invierte en Private Equity por su cuenta, en la mayoría de los casos, no le dejan invertir más del 10% de su patrimonio, por los riesgos que tiene el producto. Eso entre otras cosas.

Es importante aceptar que podemos equivocarnos en la elección de nuestra estrategia y, sobre todo, que no existen el "Santo Grial" de la inversión. Todo producto que "proyecte" una rentabilidad "x" tiene un riesgo, y cuanta más rentabilidad, más riesgo. Esto es así, por mucho que el gestor nos diga lo que considere.

Por lo tanto, siempre hay que ser precavido, y más ante un producto nuevo, que desconocemos como va a funcionar.

El motivo es que veo el fondo como algo demasiado bueno como para que se cumpla lo prometido (8% retorno, 7% volatilidad, 12% drawdown máximo), y no sé muy bien dónde está la trampa, y quiero escuchar cosas malas, todas las cosas malas posibles, como por ejemplo que el PE es un activo de riesgo, que lo es, por supuesto.

Y por supuesto, siempre cautela y precaución ante algo nuevo, lo que pasa es que aquí tenemos la ventaja de que invertimos en un "contenedor" de cosas que no son nuevas, aunque el contenedor lo sea, podemos predecir más o menos cómo se comportaran los subyacentes. Otra cosa es que de la mezcla de muchas cosas buenas, no salga algo buenísimo, sino más bien normalito. Eso nos lo dirá el tiempo.

El caso del Private Equity que comentas, si inviertes 25% en Icaria Patrimonio, entonces Private Equity seria un 7,5% de tu cartera, aprox. Private Equity es un universo muy diverso, desde el punto de vista del riesgo. Debe haber cosas de riesgo elevadísimo, y cosas con un trackrecord tranquilo y conservador. Que sepamos, nuestro Private Equity se compone del Partners Group Global Value y del Hamilton Lane Private Equity. El primero, desde 2009, mitad de volatilidad que el MSCI World y un tercio de drawdown. El segundo, casi lo mismo, cuando MSCI World caria un 35%, Hamilton Lane lo hacía un 5%. Podemos verlo en los análisis.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Al final, estando de acuerdo en que nadie debería lanzarse a la piscina con algo de reciente creación y con activos tan complejos, por más que analizo este FIL en concreto, no veo que tenga, a un plazo de 3-5 años, mayor riesgo que meter el 50-60-70% de todo tu dinero a 7-10 años en un indexado al MSCI World, por ejemplo. De hecho, veo mucho más conservador y sensato meter el 50% de tu dinero a Icaria Patrimonio que al MSCI World, por pura gestión del riesgo en volatilidad y drawdown, si hablamos de dinero no necesario y que no vas a acceder a 5-10 años.

Lo que dices de; *"no veo que tenga, a un plazo de 3-5 años, mayor riesgo que meter el 50-60-70% de todo tu dinero a 7-10 años en un indexado al MSCI World"*, me parece temeroso, desde mi punto de vista. El MSCI World sabemos lo que es y como se comporta ante los diferentes ciclos económicos y tiene un histórico enorme.

En las estimaciones del backtest, en su peor drawdown, en un escenario apocalíptico tipo 2008, no deberías tener un periodo bajo el agua mayor a 2-3 años y caer más de un 14%. Y eso sin hacer DCA, que haciéndolo, sería inferior. Y conocemos cómo se han comportado todos los fondos de Icaria Patrimonio desde 2007 en diferentes escenarios, desde el apocalipsis de 2008 hasta el fin del mundo efímero del COVID.

Desde el primer momento, se ha dicho que el perfil de riesgo de Icaria Patrimonio podría asemejarse a una Cartera Permamente, y eso el gestor lo mantiene. Y, analizando sus fondos internos, tiene todo el sentido del mundo, porque la mayoría son tremendamente conservadores. Los más conservadores de cada pata, de hecho.

El MSCI World ha estado 12 años *underwater*, y por supuesto, eso debe saberse antes de invertir. Con volatilidad del 15% y *drawdown* del 50%. Nadie debería entrar en 100% Renta Variable si su horizonte temporal no es, mínimo, 10 años, Y además, con recomendación de DCA en todos esos momentos. Pero Icaria Patrimonio no es para inversores que vayan 100% Renta Variable. Es mucho más conservador, o ese es el único objetivo del gestor, maximizar la rentabilidad por unidad de riesgo.

Creo que lo primero, debería ser conocer el riesgo al que estaremos sometidos, y luego ver si nos compensa meter un 50-60-100% de nuestro patrimonio en algo así de arriesgado. Y yo, sinceramente, tener una cartera con 20 fondos, que juntos, en un hipotético X-Ray, me dan como resultado una volatilidad del 6,75% y una máxima caída

https://t.me/IcariaPatrimonio

del 12%, no lo veo como un factor limitante para dejar el porcentaje total de inversión en un 25% o 30%.

El backtest no deberíamos utilizarlo para estimar rentabilidades. Una vez aprendí, de un inversor excelso, que los backtest sirven exclusivamente para saber cómo se comportan los activos ante los diferentes ciclos económicos. Varios de esos activos, son fondos "*alternativos*", con lo cual yo los clasificaría en el mismo rango anterior comentado del Private Equity.

Lo dicho, mi opinión es que para invertir 100k en Icaria Patrimonio, deberías tener en torno a 500k, al menos…

El propio gestor ha dicho varias veces que no nos basemos en el *backtest* para estimar rentabilidades. Que él odia eso y no lo recomienda. Ahora bien, también reconoce que, el backtest, sí funciona para tener una apreciación más certera sobre los niveles de riesgo a los que estaremos sometidos. Como tú dices, el *backtest* nos ayuda a saber cómo se han comportado todos los fondos desde 2007, en diferentes escenarios de riesgo.

Es decir, para que lo entendamos; que nadie espere ese 9% anual del *backtest* desde el primer día, pero sí podemos esperar desde el primer día un camino tranquilo en cuanto a volatilidad y caídas pronunciadas. Y eso es lo que le pido a Icaria Patrimonio; que cumpla con volatilidad y *drawdown* prometidos. Y, en base a ese riesgo, meto una parte de mi patrimonio que quiero arriesgar a ese nivel concreto de riesgo, como el que mete otra parte a riesgo de monetario y otra pequeña parte a riesgo elevado de Bitcoin, por ejemplo.

Lo que quiero comprender es que, si Icaria Patrimonio es un fondo conservador, un 25% de mi patrimonio se me hace poco, a ese bajo nivel de riesgo al que estamos sometidos.

Yo no tengo claro que sea un fondo conservador. Mejor dicho, tal vez, se estimen volatilidades contenidas, pero los riesgos asociados a fondos “*alternativos*", son altos.

Ese es un buen matiz, a estudiar y debatir. ¿Dónde ponemos el concepto "conservador" y "arriesgado"? ¿Pueden ser arriesgados activos no-cotizados y con alta complejidad? Por supuesto. ¿Puede ser arriesgado invertir en el GSA Coral o el Valvest Steady? Creo

https://t.me/IcariaPatrimonio

que no, en absoluto. Por eso hacer tanto hincapié en conocer los fondos concretos y dónde se ubican en su espectro. ¿Puede ser arriesgada la Deuda Privada o los Hedge-Funds? Por supuesto, que nadie lo dude. ¿Puede ser arriesgado un fondo Senior Secured Loan con el 65% LoanToValue y Lossrate del 0,4% y un Hedge-Fund como Brevan Howard con 90% de años en positivo desde 2003 y caídas mínimas en escenarios apocalípticos financieros como 2008? Pues creo que no.

Crítica de ATC Investing (x.com/etc_facts)

(comentario del autor, en color rojo)

Me he leído el dossier que presenta Icaria Patrimonio, y me parece muy buena la idea. Eso sí, es un instrumento para grandes patrimonios, para conseguir rentabilidad, pero sobre todo para proteger el capital. Si tienes varios millones de euros, puede ser interesante. Si no, no es interesante.

No llego a comprender por qué no podría ser el vehículo para que alguien con sólo 200k invirtiera ahí 100k y luego por ejemplo 50k en monetario y 50k en Cartera Permanente, ya que por riesgo, volatilidad y drawdown podría encajar.

Bueno, en principio, no tiene la liquidez inmediata de los fondos. No se pueden deshacer posiciones "libremente". Si tu intención es rentabilidad, puedes obtener algo más en Renta Variable. Este Hedge Fund de Icaria Patrimonio es perfecto para mantener un patrimonio y ganarle bien a la inflación.

Entiendo que la liquidez trimestral sería inconveniente sólo para aquellos que necesitasen su dinero en muy corto plazo. Para eso, el vehículo serían fondos monetarios o Renta Fija ultra corto plazo. No alcanzo a comprender los riesgos de entrar en Icaria Patrimonio con 100k, si tu cartera total son 200k o 300k. Alguien con aversión al riesgo, que vaya a largo plazo, que aspire a retornos entre el 5-8% con poca volatilidad y perfil de riesgo estilo fondo mixto defensivo, Icaria Patrimonio sería una "Cartera Permanente optimizada", que buscase el máximo número de años en positivo. En ese caso, ¿no podría meter en Icaria un 50% de su dinero y olvidarse?

https://t.me/IcariaPatrimonio

Yo nunca metería un porcentaje muy grande en ningún activo, sea el que sea. Teniendo en cuenta el mínimo de 50.000 €, no lo vería, a menos que gestionara más de medio millón. ¿Para qué poner tantos huevos en la misma cesta?

La cesta en realidad sería un "fondo de fondos", estarías diversificando 100k en 20 fondos distintos, la mitad de ellos muy conservadores. Saldría a 5.000€ por fondo, de media. Con un *Asset Allocation* que daría una volatilidad muy baja, 6-7% y *drawdown* máximo del 12%, muy lejos del riesgo del MSCI World. He leído mucho sobre crearte una cartera con, por ejemplo, 50% MSCI World, 25% monetarios y 25% RF corto plazo. Eso sería conservador, sin duda. ¿No sería incluso más conservador y menos arriesgado sustituir ese 50% del MSCI World por 50% de Icaria Patrimonio? Con 200k en total.

Nunca metería el 50% o 30% de mi cartera en un mismo producto. Uno de mis principales principios es la diversificación. No invierto más de un 20% nunca en un producto, da igual lo bueno que sea.

Eso es muy comprensible, sin duda. Y sobre todo, un producto de reciente creación, con nulo trackrecord del propio fondo. Aunque los subyacentes tengan historial, el propio FIL no tiene recorrido. Entiendo que es algo casi de "principios", más allá de volatilidad real en el FIL. Entonces, al margen de sus mínimos, si el mínimo a invertir fuesen sólo 10k, ¿invertirías en el FIL?

Tiene buena pinta la idea y, siendo una cantidad más reducida, sí tendría todo el sentido.

Crítica de Azue Cons (x.com/AzueCons)

(comentario del autor, en color rojo)

Lo he visto por encima. Tiene incluso dos fondos de Private Equity. Realmente no se puede decir que no sea bueno. Cosas negativas; meter mínimo 50.000 €, pocos recorrido desde su inicio y que, si no he visto mal, tienes una comisión del 3% de reembolso. Con todo eso, si alguien está convencido, adelante.

Yo lo veo muy diversificado: renta fija, renta variable, inmobiliario, infraestructuras y liquidez. El 3% de reembolso desaparece el 1 de abril, la intención debería ser el largo plazo. El fondo en sí no tiene recorrido, acaba de nacer, pero los fondos en los que

https://t.me/IcariaPatrimonio

invierte tienen décadas de *trackrecord* top mundial. Si no te importa la liquidez trimestral y el mínimo de 100k, lo veo un fondo brutal. Con la Renta Variable tradicional, estás muy supeditado a EEUU. Algunos fondos de Icaria Patrimonio invierten la mayoría fuera de EEUU, y ninguno tiene exposición a las 7-Magníficas. Y sus PER son mucho más bajos que los del S&P500.

Hay fondos que se ajustan a todo tipo de inversor. Si se ajusta a lo que uno busca, obviamente el fondo es bueno.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Crítica de Ragnarok (bolsafacil.net/members/ragnarok.35/)

(comentario del autor, en color rojo)

Puntos débiles o riesgos;

1. Alta barrera de entrada. Mínimo de inversión de 50.000 € lo deja fuera del alcance de la mayoría de pequeños ahorradores o inversores minoristas.
Muy de acuerdo. Es un producto de nicho, altamente sofisticado, con perfil de riesgo medio, pero cuyo mínimo de inversión impide que llegue a miles de pequeños inversores.

2. Liquidez limitada. Reembolsos trimestrales, sin garantía de venta inmediata. Puede no ser ideal para necesidades de liquidez a corto plazo.
También de acuerdo. Si necesitas tu dinero a muy corto plazo, menos de tres meses, no es el producto para ti. Aunque si vas a invertir un mínimo de 50.000 €, todos deberían ir a un plazo superior a tres meses, incluso el gestor recomienda un mínimo de tres años, así que la liquidez trimestral no debería ser problema en ese caso, como sucede en otros productos (depósitos, Letras del Tesoro…) que el inversor acepta la iliquidez sin problemas.

3. Opacidad en costes totales reales (TER). Aunque las rentabilidades son netas, se admite que el folleto permite comisiones de hasta el 4%, lo cual genera dudas hasta que se consolide la operativa y los informes de costes ex post. Comisión de gestión: 0,99% (Clase A) o 0,69% (Clase I) + 0,07% depósito.
El 4% por folleto es por normativa, pero en ningún momento se llegará a eso, confirmado por el gestor. El TER total de 1,07% serán los costes totales reales, por lo que la rentabilidad neta esperada del fondo estará en torno al 8%.

4. Complejidad del producto. La mezcla de estrategias (Bridge Loans, Hedge-Funds con beta negativa, PE Evergreen, etc.) no es fácilmente comprensible para inversores no profesionales. A pesar de la pedagogía, requiere una curva de aprendizaje considerable.
Muy cierto. De ahí que el dossier de más de 100 páginas sea una lectura obligada antes de invertir. Eso, y que cada inversor lea por su cuenta y se informe de forma autodidacta. La responsabilidad del partícipe siempre es obligada en cualquier inversión, y más en este tipo de inversiones alternativas del mercado privado.

5. Riesgos asociados a la iliquidez de alternativos. Aunque se defiende como una virtud, los activos alternativos tienen menor capacidad de valoración diaria y podrían verse afectados en entornos de estrés financiero o cambios regulatorios.
No coincido con esto. El tipo de activos dentro de Icaria Patrimonio, por su naturaleza conservadora, no se verán más afectados en entornos de shock financiero mundial que un fondo de renta variable con valoración diaria como el MSCI World, tanto en términos de volatilidad como en drawdown.

6. Dependencia de la pericia del selector de fondos. La estrategia está delegada a terceros gestores, pero la selección de esos gestores recae fuertemente sobre el equipo de Icaria. Un error en la due diligence o una sobredependencia de algunos fondos podría impactar negativamente.
Ahí entran en juego los más de 10 años de experiencia del gestor en este tipo de inversiones, incluso dentro de estos mismos fondos. Este argumento de la pericia del gestor serviría para cualquier fondo de gestión activa. Con Icaria tenemos la ventaja de que la rentabilidad de los subyacentes está delegada en los propios gestores, con trackrecord demostrable, mientras que la selección de fondos será, efectivamente, mérito o demérito del gestor, especializado en estas lides desde hace más de una década.

7. Falta de histórico propio. Aunque los fondos subyacentes tienen trayectorias sólidas, el fondo Icaria Patrimonio FIL como tal es reciente (gestión desde 2024) y aún no tiene un historial completo propio como fondo consolidado.
También de acuerdo con este punto débil. Muchos inversores más cautelosos, deciden no invertir nunca en un producto desde su nacimiento, y prefieren dejarlo funcionar un tiempo prudencial antes de invertir en él, para comprobar si todo lo prometido durante la fase inicial se cumple en el día a día del MundoReal™.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Crítica de Javier Berciano (asesor financiero EFA en Tressis)

(comentario del autor, en color rojo)

No puedo dar una valoración en profundidad del producto, aunque haciendo un breve análisis he podido ver que el gestor del mismo tiene bastante presencia en redes y también se encarga de la gestión de varios fondos mixtos y un family office, lo que me plantea la duda sobre si abarcar tantas funciones puede restar cierto foco.

Agradezco la molestia de que un asesor profesional y externo al fondo, dedique unos minutos a revisar el FIL. Con respecto a esto, se ha comentado anteriormente que Carlos Santiso está centrado, principalmente, en la gestión diaria del Family-Office, y que Icaria Patrimonio sería una "extensión" muy parecida, casi una réplica, de ese modelo de inversión, por lo que el tiempo extra de gestión del FIL no sería demasiado, comparado a lo que ya gestiona desde hace años. Y con respecto a la gestión de MyInvestor Cartera Permanente, es un fondo "semipasivo", con necesidad de rebalanceos por bandas y poco más.

Las métricas que comentas de cumplirse serían excelentes, pero hay que tener en cuenta por ejemplo que las correlaciones entre activos son dinámicas, por lo que veremos si finalmente se cumple junto al máximo DD.

Muy acertada la reflexión de que, históricamente, correlaciones entre activos han ido variando. Sin ir más lejos, estamos viviendo actualmente una década donde la clásica descorrelación entre acciones y bonos, no está siendo tan pronunciada como en el pasado, y eso afecta a la estabilidad y seguridad de cartera clásicas como la 60/40. De cualquier modo, en Icaria Patrimonio hay muchas patas descorrelacionadoras, todas ellas dentro del espectro más conservador, con un histórico y trackrecord muy longevo. La crítica, aún siendo justa, es pura especulación a futuro, sin analizar el pasado de cada activo y su función descorrelacionadora.

En cualquier caso, es interesante como concepto tener un portfolio con acceso a private equity, private debt, inmobiliario y activos más tradicionales como renta variable y fija.

Por último, no dejaría de lado la parte de revisar los costes, ya que últimamente estoy viendo mucha oferta de inversión en capital privado desde tickets de 10.000€, donde en muchos casos las comisiones no son demasiado amigables.

El control sobre los costes ocultos de los activos subyacentes o de las operaciones de suscripción y reembolso es de las cosas que más debería estar atento el partícipe de

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL. Aunque en este dossier ya se ha dado información detallada de rentabilidades netas, libres de todo coste adicional, nunca debemos bajar la guardia y vigilar si esas décimas de costes pueden llegar a lastrar la rentabilidad final. En Icaria Patrimonio FIL se ha sido muy claro desde el principio que los costes totales del propio fondo serían del 1,06%, por lo que todas las demás métricas y backtests deberían ser analizados en base a ese porcentaje, olvidándonos de los subyacentes. Muy agradecido a Javier Berciano por confirmar que el portfolio es interesante como concepto, y que sus métricas, de cumplirse, serían excelentes.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio ‘mindmap’ (150 megapíxels)

Pulsa en este enlace para ver la imagen a tamaño real;

https://ia600906.us.archive.org/8/items/icaria-patrimonio-mapa-mental/IcariaPatrimonio_mapa_mental.png

https://ia600906.us.archive.org/8/items/icaria-patrimonio-mapa-mental/IcariaPatrimonio_mapa_mental.png

Icaria Patrimonio - resumen general

1. ¿Cuál es la filosofía de inversión principal de Icaria Patrimonio FIL?

Icaria Patrimonio FIL se basa en el "Modelo Endowment", un enfoque de inversión tradicionalmente utilizado por las grandes universidades como Harvard o Yale. Este modelo **busca maximizar la rentabilidad por unidad de riesgo asumido**, priorizando la estabilidad y la preservación del capital sobre la búsqueda de la máxima rentabilidad absoluta. La filosofía se resume en la **diversificación a través de "tierras, negocios y dinero"**, reflejando una sabiduría milenaria para construir una cartera robusta y equilibrada que mitigue la volatilidad y los grandes drawdowns.

2. ¿En qué tipos de activos invierte Icaria Patrimonio FIL y cuál es su asignación aproximada?

Icaria Patrimonio FIL invierte en una **cartera diversificada de aproximadamente 20 fondos**, la mayoría de los cuales son de difícil acceso para el inversor minorista. La composición aproximada de la cartera es:

10% Liquidez: Instrumentos de muy corto plazo como Letras del Tesoro o pagarés.

15% Deuda Privada: Principalmente Bridge Loans y Senior Loans, considerados los más conservadores dentro de esta categoría, con garantías adicionales.

15% Activos Reales: Dividido en Infraestructuras (tipo Brownfield, ya en marcha) e Inmobiliario (ej. residencias de estudiantes).

10% Hedge-Funds: Fondos de cobertura con beta negativa, diseñados para amortiguar caídas en la Renta Variable y suavizar el camino del inversor.

20% Renta Variable: Fondos de alta calidad y difícil acceso que invierten en Small y Mid-Caps a nivel global, sin exposición a las "7 Magníficas".

30% Private Equity: Empresas no cotizadas, a través de fondos Evergreen que ofrecen liquidez mensual y una evolución más ligada a la economía real.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Esta asignación busca **replicar lo que hacen los grandes inversores institucionales**, como la Universidad de Stanford, que destinan aproximadamente el 50% de sus activos a inversiones alternativas.

3. ¿Cómo se diferencia Icaria Patrimonio FIL de la inversión tradicional en Renta Variable y qué beneficios ofrece en términos de riesgo?

Icaria Patrimonio FIL se posiciona como **una alternativa más conservadora a la inversión directa en Renta Variable**, cuyo objetivo no es superar significativamente su rentabilidad, sino obtenerla con un riesgo sustancialmente menor. El fondo busca una volatilidad esperada de aproximadamente la mitad y un drawdown (caída máxima) de un tercio o un cuarto en comparación con el MSCI World. Por ejemplo, mientras la Renta Variable puede caer un 40-50% en crisis, **Icaria Patrimonio FIL aspiraría a caídas máximas del 10-15%**. Esto se logra mediante la inclusión de activos con baja correlación o beta negativa con la Renta Variable, como los Hedge-Funds, y la priorización de las estrategias más conservadoras dentro de cada categoría de activos (ej. Senior Loans en Deuda Privada o Infraestructuras Brownfield). La menor volatilidad y drawdown buscan generar tranquilidad al inversor y evitar decisiones impulsivas en momentos de estrés.

4. ¿Cuáles son las comisiones asociadas a Icaria Patrimonio FIL y cómo se reflejan en la rentabilidad?

Icaria Patrimonio FIL cuenta con dos clases principales de inversión con diferentes comisiones de gestión:

Clase Z: 0.99% para inversiones a partir de 50.000 €.

Clase A: 0.99% para inversiones a partir de 100.000 €.

Clase I: 0.69% para inversiones a partir de 500.000 €.

Comisión de depósito: 0.08%.

Comisión de reembolso: 3% hasta abril de 2026, que se reparte entre los demás partícipes y no es para la gestora.

Es crucial entender que las rentabilidades históricas y proyectadas de los fondos subyacentes se presentan ya netas de sus propias comisiones internas. Esto significa que, a la rentabilidad total agregada del FIL (ej. el 9.17% esperado), solo habría que descontar la comisión de gestión (0.69% o 0.99%) y la de depósito del propio FIL. El

https://t.me/IcariaPatrimonio

folleto puede mencionar una comisión de hasta el 4% por normativa, pero se aclara que el TER (Total Expense Ratio) real del fondo será significativamente menor, cercano al 1.07%.

5. ¿Qué significa la liquidez mensual y trimestral del fondo para el inversor?

Icaria Patrimonio FIL ofrece suscripciones mensuales (sin preaviso, con valor liquidativo de final de mes) y reembolsos trimestrales (con un preaviso de 20 días naturales, que se modificará a 45 días). Esto significa que, aunque la inversión se valora mensualmente, **el dinero solo se puede retirar en fechas específicas (31 de marzo, 30 de junio, 30 de septiembre, 31 de diciembre o el día hábil anterior).** Esta periodicidad de liquidez, aunque menos frecuente que en fondos tradicionales diarios, es una característica inherente a la inversión en muchos activos alternativos y **contribuye a la estabilidad del fondo**, al limitar las salidas masivas por pánico **y fomentar una visión de inversión a largo plazo** (se recomienda un horizonte mínimo de 5 años).

6. ¿Cómo se selecciona la cartera de fondos subyacentes y cuál es el papel del gestor?

La selección de los fondos subyacentes en Icaria Patrimonio FIL se basa en la **experiencia de más de 10 años del gestor**, Carlos Santiso, en la construcción de carteras tipo "endowment" para grandes patrimonios. La estrategia implica delegar la gestión a equipos de inversión top, de primer nivel mundial, con históricos de décadas y track-records auditados. La "*Due Diligence*" se centra en un profundo análisis cualitativo y cuantitativo de los gestores y sus estrategias, buscando **activos que se comporten de manera robusta en cualquier escenario económico.** El gestor de Icaria Patrimonio FIL se encarga de la investigación de nuevas oportunidades, el rebalanceo de la cartera y el mantenimiento de la alineación con la filosofía del fondo, asegurando que todos los fondos elegidos se ajusten al perfil conservador buscado.

7. ¿Existen mínimos de inversión y qué tan accesible es Icaria Patrimonio FIL para el inversor?

El mínimo de inversión inicial para Icaria Patrimonio FIL es de 50.000 € para la Clase Z, y 100.000 € para la Clase A. No existe un mínimo para aportaciones adicionales posteriores. Si bien esta cantidad puede parecer elevada para el inversor minorista tradicional, el fondo está diseñado para ofrecer acceso a un tipo de inversión (modelo

https://t.me/icariaPatrimonio

Endowment y fondos alternativos) que **históricamente ha estado reservada para grandes instituciones o individuos con patrimonios de varios millones de euros.** A través de Icaria Patrimonio FIL, los inversores pueden acceder a fondos con mínimos de entrada individuales de 2, 5 o incluso 10 millones de euros, democratizando un estilo de gestión sofisticado.

8. ¿Cómo se aborda el riesgo en Icaria Patrimonio FIL, considerando la complejidad de sus activos?

El riesgo en Icaria Patrimonio FIL se gestiona a través de **una profunda diversificación** y la selección de **las estrategias más conservadoras** dentro de cada categoría de activos. A pesar de la complejidad de algunos subyacentes (como ciertos Hedge-Funds o Private Equity), el enfoque es en aquellos con **historiales probados de baja volatilidad y drawdowns controlados**, incluso en escenarios de crisis (ej., el fondo de Private Equity de Partners Group cayó solo -6.8% en 2009 y fue positivo en 2022, mientras la renta variable tradicional caía mucho más). La liquidez mensual de los fondos subyacentes garantiza valoraciones precisas y la posibilidad de atender reembolsos. **Aunque el fondo es de reciente creación, el comportamiento esperado se basa en el histórico consolidado de sus componentes, lo que proporciona una base sólida para la estimación de su perfil de riesgo.**

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio - briefing comercial

Aquí tienes un borrador de un documento de briefing que revisa los temas principales y las ideas o hechos más importantes de las fuentes proporcionadas, incluyendo citas relevantes:

Documento de briefing: Icaria Patrimonio FIL – Una Estrategia de Inversión al Estilo Endowment

Fecha: 1 de agosto de 2025

Preparado para: Inversores potenciales y Partícipes

Asunto: Revisión detallada de Icaria Patrimonio FIL, su filosofía, estrategia de inversión, composición de cartera, métricas de riesgo y rentabilidad, y consideraciones clave.

https://t.me/IcariaPatrimonio

1. Resumen ejecutivo

Icaria Patrimonio FIL (Fondo de Inversión Libre) es un vehículo de inversión diseñado para **replicar la estrategia de inversión de los grandes "Endowments" universitarios, como Harvard, Yale o Stanford.** Su objetivo principal es "obtener el mayor beneficio posible con el mínimo riesgo asumido", priorizando el ratio de Sharpe (rentabilidad por unidad de riesgo). El fondo busca ofrecer una alternativa conservadora a la Renta Variable tradicional, con una volatilidad y un drawdown significativamente menores, mientras aspira a retornos satisfactorios a largo plazo. Invierte en **una cartera diversificada de alrededor de 20 fondos subyacentes**, la mayoría de los cuales son de difícil acceso para inversores minoristas debido a sus elevados mínimos de entrada.

2. Filosofía y estrategia de inversión (Modelo ‘Endowment’)

La filosofía central de Icaria Patrimonio FIL se basa en el "Modelo Endowment", que ha sido tradicionalmente empleado por **las mayores y más sofisticadas instituciones inversoras del mundo.** Este modelo busca optimizar la relación rentabilidad-riesgo a través de una diversificación significativa, incluyendo una

proporción sustancial de inversiones alternativas (Private Equity, Deuda Privada, Hedge Funds, Activos Reales), que históricamente no estaban disponibles para inversores minoristas.

El fondo se inspira en una sabiduría milenaria, como el Talmud, que sugiere dividir el patrimonio en "tierras, negocios y dinero". Icaria Patrimonio FIL traduce esto en:

Dinero: Deuda Privada (Bridge Loans, Senior Loans) y Liquidez.

Negocios: Empresas privadas (Private Equity) y empresas cotizadas (Renta Variable).

Tierras: Real Estate e Infraestructuras (Activos Reales).

El gestor, Carlos Santiso, con **más de 10 años de experiencia** en la gestión de carteras de estilo endowment para grandes patrimonios y Family-Offices, busca replicar esta estrategia, aunque con matices, adaptada a un FIL (Fondo de Inversión Libre). A diferencia de un Endowment tradicional, que gestiona decenas de miles de millones y selecciona directamente inversiones subyacentes (ej., empresas específicas de Private Equity), Icaria Patrimonio FIL invierte en los "mejores fondos y las mejores gestoras" del mundo en cada categoría, delegando la selección de activos subyacentes a estos equipos expertos, que a menudo cuentan con "cientos de personas por debajo".

La estrategia se alinea con el concepto de "*Barbell Strategy*" de **Nassim Taleb**, manteniendo una parte del patrimonio en activos muy conservadores que "aguantan muy bien y hacen que no tengas grandes pérdidas" en malos momentos, y otra parte en activos que "suben mucho" cuando las cosas van bien.

3. Composición de la cartera (*Asset Allocation*)

La composición aproximada de la cartera de Icaria Patrimonio FIL se detalla a continuación, con un objetivo de rentabilidad total anualizada bruta del 9,17% y una volatilidad del 6,76%, con una máxima caída estimada del 11,03%:

https://t.me/IcariaPatrimonio

Liquidez o Equivalentes (10%): Letras del Tesoro, pagarés, activos sin riesgo que generen un retorno en torno al 3% y no caigan en recesiones. (Ej: Groupama Tresorerie IC).

Deuda Privada (15%): Principalmente Bridge Loans y Senior Loans, las formas más conservadoras de deuda privada. Estos préstamos están garantizados por activos (con bajo loan-to-value) y tienen prioridad máxima en caso de impago. Buscan ofrecer mayor rentabilidad y menor riesgo que la renta fija tradicional. (Ej: Blackstone European Senior Loan, Valvest Steady Income Fund, Oquendo Senior Loans).

Valvest Steady Income Fund: Inversión en préstamos puente garantizados por inmuebles (media del 65% loan-to-value). Ha generado un 7,31% anualizado desde 2016 con ningún mes negativo.

Blackstone European Senior Loan: El mayor fondo de deuda privada de Europa, con 1.600 millones gestionados. Rentabilidad anual del 5,8% desde 2008, con todos los años en positivo salvo 2022.

Oquendo Senior Loans: Gestora española con rentabilidades netas en torno al 8% y sin fondos con rentabilidades negativas históricamente.

Activos Reales (15%): Compuesto por Infraestructuras e Inmobiliario. Su objetivo es la protección contra la inflación, ya que sus rentas se indexan a ella. Se centran en activos de bajo riesgo.

Infraestructuras (Brownfield): Inversiones directas en obras ya en marcha con contratos firmados, no en empresas cotizadas. Ofrecen estabilidad y revalorización a largo plazo. (Ej: Hamilton Lane Infrastructure Fund, Goldman Sachs Vintage Funds). Hamilton Lane Infrastructure Fund: TIR neta del 22,9% en 2024, con un 4,38% en el primer trimestre de 2025. Se esperan ganancias anuales del 10%.

Inmobiliario: Inversión en carteras de inmuebles diversificadas. (Ej: GSA Coral Student Portfolio). GSA Coral Student Portfolio: Invierte en residencias de estudiantes a nivel mundial. Rentabilidad neta del 5,70% anualizada desde 2011, con sólo un 2% de volatilidad y una mínima caída del 5% en 2020.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Hedge Funds (10%): Seleccionados por su "beta negativa" para suavizar las caídas de la Renta Variable. "En todas las correcciones, salvo en dos, el fondo de Brevan Howard ha subido." Aunque son rentables, su misión principal es "amortiguar las caídas del S&P500". (Ej: Brevan Howard Master Fund, Transtrend Diversified Trend Program, Campbell Absolute Return, Elliott Associates LP Fund).

Brevan Howard Master Fund: Ganancias anualizadas del 8,35% en 20 años. Subió +20% en 2008 (S&P500 -50%), +27% en 2020 (COVID), y +20% en 2022.

Transtrend Diversified Trend Program: Rentabilidad del 9,70% desde 1995. Históricamente, ha subido "con fuerza" cuando el MSCI World se ha desplomado. Correlación con renta variable del -0,02 desde 1995. Sin embargo, en la primera mitad de 2025, ha tenido un rendimiento negativo (-17%) y un drawdown del -30% desde abril de 2024.

Campbell Absolute Return: Rentabilidades anualizadas del 9,30% desde 2010.

Elliott Associates LP Fund: Track-record desde 1977, con una rentabilidad neta anualizada del 12,8% y solo dos años negativos (-7% en 1998 y -3% en 2008). Es un fondo que Icaria Patrimonio FIL está intentando incorporar.

Private Equity (30%): Inversiones en compañías no cotizadas a través de "fondos Evergreen", que están 100% invertidos desde el inicio y ofrecen liquidez mensual. El crecimiento de los beneficios de las empresas de Private Equity ha sido "casi el triple" (14% anual) que el del MSCI World (5%). (Ej: Partners Group Global Value SICAV, Hamilton Lane Private Equity Fund).

Partners Group Global Value SICAV: Ha multiplicado el dinero por 4,3 veces desde 2007. Subió +6,6% en 2008 (bolsa -40%) y +0,3% en 2022. Su drawdown es "ocho veces menos" que el de la Renta Variable.

Hamilton Lane Private Equity Fund: Batido al MSCI World. Cayó solo un -5% en 2020 (MSCI World -35%) y un -3% en 2022 (bolsa -20%).

https://t.me/IcariaPatrimonio

Renta Variable (20%): Fondos de difícil acceso, "de primerísima división", centrados en Small o Mid-Caps, con múltiplos de valoración más bajos que las "7 Magníficas" (a las que no están expuestos). Buscan diversificación geográfica. (Ej: Turtle Creek Equity Fund, Indépendance AM SICAV, Laughing Water Capital, Alta Fox Opportunities Fund, Sohra Peak Capital Partners, Voss Capital, One Main Capital).

Turtle Creek Equity Fund: Rentabilidad anualizada del 19% desde 1999, "pulverizando" al mercado.

Alta Fox Opportunities Fund: Rentabilidad neta anualizada del 31,4% desde 2018. Dejará de aceptar nuevos inversores en junio de 2025.

Sohra Peak Capital Partners: Rentabilidades anualizadas del 20,7% desde mediados de 2021. 85% de inversiones fuera de EEUU.

Indépendance et Expansion: Fondo europeo desde 1993, con un 13,1% anualizado.

Laughing Water Capital: Rentabilidad neta del 19,3%.

One Main Capital: Rentabilidad neta del 19,5% desde 2018.

Voss Capital: Rentabilidad neta anualizada del 15,6%.

4. Métricas de riesgo y rentabilidad esperadas

Icaria Patrimonio FIL se posiciona como un fondo con un perfil de riesgo "parecido al de la Cartera Permanente", pero con una composición diferente. Sus métricas clave esperadas son:

Volatilidad: Aproximadamente el 6%, "menos de la mitad" que la Renta Variable (MSCI World).

https://t.me/IcariaPatrimonio

Drawdown máximo: En torno al 11-12% (14,6% si se consideran retornos diarios en un escenario de crisis como 2008), que es "un tercio o un cuarto" el de la Renta Variable. En 2008, el drawdown habría sido del 10-11%. En 2022, el fondo habría cerrado en positivo. Ratio de Sharpe: 1,15 (basado en datos desde 2007), considerado “espectacular".

Período bajo el agua (*Underwater Period*): Máximo de 3 años, similar a la Cartera Permanente.

Rentabilidad esperada: 8-9% anualizado, comparable a la media histórica de la Renta Variable (9% desde 1973), pero con un riesgo mucho menor.

Baja Beta a MSCI World: Caerá mucho menos cuando el MSCI World caiga y subirá algo menos cuando el MSCI World suba, buscando un "camino infinitamente más tranquilo”.

Bajo riesgo de duración: Los tipos de interés apenas afectarán al fondo.

Protección contra la inflación: Los activos reales y los Senior Loans a tipo variable protegen contra la inflación.

Elevada diversificación: Más de 20 fondos subyacentes, con más de 200 activos subyacentes, para optimizar la relación rentabilidad/riesgo.

5. Características Operativas

ISIN: ES0147415006
Mínimo de inversión: 50.000 € (Clase Z);100.000 € (Clase A); 500.000 € (Clase I).
Comisión de gestión: 0,99% (Clase A); 0,69% (Clase I).
Comisión de depósito: 0,07%.
Comisión de reembolso: 3% hasta abril de 2026 (en favor de los partícipes, no de la gestora).

https://t.me/IcariaPatrimonio

Liquidez: Suscripciones mensuales; reembolsos trimestrales (días 31 de marzo, 30 de junio, 30 de septiembre y 31 de diciembre o día hábil anterior). Preaviso de 20 días naturales para reembolsos (se modificará a 45 días).

La liquidez trimestral se presenta como una ventaja psicológica, ya que "ayuda a evitar decisiones impulsivas basadas en emociones" y "limita las salidas masivas provocadas por pánico o reacciones emocionales", reduciendo la volatilidad del fondo.

Valor Liquidativo (VL): Mensual, actualizado a finales de mes (en los 30 días naturales posteriores al cierre de mes).

Disponibilidad: Abierto para inversión desde mayo de 2025.

Traspasabilidad: Es posible la traspasabilidad de entrada y salida desde otros fondos tradicionales.

Información periódica: Folleto informativo tras aprobación de la CNMV. Comunicaciones trimestrales (vídeo o carta) y anuales. Posible evento anual en Madrid si el fondo alcanza cierto volumen.

Exposición a moneda: Las inversiones directas (préstamos puente, infraestructuras, real estate) están cubiertas. Las inversiones en renta variable global o Private Equity global no se cubren, ya que su riesgo no está directamente ligado al dólar sino al flujo de caja de las empresas.

6. Experiencia y alineación del gestor (Carlos Santiso)

Carlos Santiso, el gestor, trabaja para Andbank desde hace siete años, gestionando más de 100 millones de euros. Ha sido Director de Inversiones de dos Family-Offices, donde aplicaba la misma estrategia. Mantiene un Family-Office personal con un proyecto "muy parecido" a Icaria Patrimonio FIL, donde utiliza los mismos fondos subyacentes, lo que asegura una "sinergia de trabajo altísima" y un "skin in the game”.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Santiso enfatiza que la clave no son los backtests (a los que no da "ninguna validez" para predecir rentabilidades, pero sí para conocer la volatilidad), sino el "conocimiento del gestor sobre los fondos subyacentes". La selección de activos se basa en un enfoque de "value investing" y un "análisis cualitativo" profundo.

7. Actualización del Primer Semestre de 2025

En la primera mitad de 2025, el fondo ha tenido un rendimiento de aproximadamente +2%. Esto contrasta con el MSCI World, que ha caído un -3% en el mismo período (una diferencia de +5% a favor de Icaria Patrimonio).

Impacto del dólar: El dólar ha tenido un impacto negativo significativo (-14% YTD) en los activos denominados en esta divisa, afectando especialmente a los Hedge Funds americanos.

Rendimiento por categoría: Infraestructuras y Deuda Privada: Muy bien y razonablemente bien, respectivamente.

Hedge Funds: Regular, con algunos planos o ligeramente positivos (ej. Brevan Howard plano, Campbell ligeramente positivo).

Equity americano de microcaps: Ha sufrido, especialmente por el dólar.

Activos Reales (Residencias de Estudiantes): Rendimiento "como un reloj".

Liquidez: Siempre positivo.

En general, el comportamiento ha sido "el esperado", manteniendo la estabilidad prometida incluso en un entorno complejo. El gestor confirma que en abril, mientras el MSCI World caía -15%, Icaria Patrimonio FIL llevaba apenas un -1%. A fecha de finales de abril, el fondo está en torno al 0,5% negativo YTD.

El fondo se ha invertido progresivamente y se espera que esté "invertido al 100%" a cierre de julio de 2025.

https://t.me/IcariaPatrimonio

8. Preguntas frecuentes y críticas relevantes

Se han abordado diversas preguntas y críticas, destacando:

Complejidad y curva de aprendizaje: Reconocida por el autor. El dossier de más de 100 páginas se considera una lectura obligada.

Sesgo de supervivencia y rentabilidades pasadas: La crítica de que los "números que muestran son muy atractivos, pero son pasados" y que "no implica que la próxima década vayan a hacerlo igual de bien" es legítima. Sin embargo, se argumenta que los activos subyacentes son intrínsecamente diferentes a la Renta Variable cotizada y buscan retornos de largo plazo.

Comisiones: Las rentabilidades mostradas son "netas de comisiones de los fondos subyacentes", pero antes de la comisión de gestión (0,69% o 0,99%) y de depósito (0,07%). El TER total se estima en 1,07%, lo cual es considerado bajo para un fondo de este tipo en España.

Diversificación y riesgo concentración: Se plantea si invertir un alto porcentaje del patrimonio en Icaria Patrimonio FIL (ej. 50-75%) es una "temeridad" dado que es un producto nuevo. La respuesta enfatiza que la propia naturaleza de "fondo de fondos" de Icaria Patrimonio ya ofrece una diversificación extrema (20 fondos, cientos de subyacentes) y un perfil de riesgo conservador (volatilidad 6-7%, drawdown 12%). El autor argumenta que sería "mucho más conservador y sensato meter el 50% de tu dinero a Icaria Patrimonio que al MSCI World".

Iliquidez de Activos Alternativos: Aunque la liquidez es trimestral, se argumenta que es una característica intrínseca que permite obtener rentabilidades superiores y reduce la volatilidad al limitar las decisiones emocionales del inversor. Para inversores a largo plazo (horizonte mínimo de 5 años), no debería ser un problema.

Exposición a las "7 Magníficas": Ninguno de los fondos de Renta Variable subyacentes incluye las "7 Magníficas" (Apple, Google, Amazon, Microsoft, Facebook, Tesla, NVIDIA). Se enfocan en Small o Mid-Caps con "múltiplos de derribo".

https://t.me/IcariaPatrimonio

Correlación con Renta Variable: No se espera que Icaria Patrimonio FIL tenga un camino "opuesto" a la Renta Variable, sino que estará "correlacionado con renta variable, pero muchísimo más suavizado", esperando caer un -15% en una caída del -50% de la Renta Variable.

9. Conclusión General

Icaria Patrimonio FIL se presenta como una "Cartera Permanente optimizada", adaptada a inversores españoles con un "cierto patrimonio" que buscan una **"tranquilidad absoluta durante toda tu vida de inversor"**. Su propuesta de valor reside en el acceso a fondos de élite y estrategias sofisticadas al estilo endowment, combinando activos conservadores y de crecimiento para maximizar el ratio rentabilidad-riesgo y suavizar el camino de inversión. A pesar de ser un producto de reciente creación, se apoya en el sólido *track-record* y la experiencia de sus fondos subyacentes y de su gestor. La transparencia y el compromiso de comunicación con los partícipes son elementos clave de su estrategia post-lanzamiento.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio - guía de estudio

I. Visión general del fondo

A. ¿Qué es Icaria Patrimonio FIL?

Icaria Patrimonio FIL es un Fondo de Inversión Libre (FIL) diseñado para ofrecer a los inversores minoristas acceso a una cartera modelo "Endowment", tradicionalmente reservada para grandes instituciones como universidades (Harvard, Yale, Stanford). Su objetivo principal es maximizar la rentabilidad por unidad de riesgo asumido, priorizando la estabilidad y la tranquilidad del inversor sobre la máxima rentabilidad.

B. Filosofía de inversión (Modelo Endowment)

El modelo Endowment busca obtener el mayor beneficio posible con el mínimo riesgo asumido. Se basa en una diversificación estratégica en diferentes clases de activos, incluyendo inversiones alternativas que históricamente no estaban disponibles para inversores minoristas. La filosofía se inspira en el Talmud, dividiendo el patrimonio en "tierras" (Real Estate e Infraestructuras), "negocios" (Private Equity y Renta Variable), y "dinero" (Deuda Privada y Liquidez).

II. Características clave y métricas

A. Datos generales

ISIN: ES0147415006
Mínimo de inversión: 50.000 € (Clase Z), 100.000 € (Clase A), 500.000 € (Clase I)
Liquidez: Suscripción mensual, reembolso trimestral.
Valor Liquidativo (VL): Mensual, actualizado a finales de mes.
Comisión de gestión: 0,99% (Clase A), 0,69% (Clase I)
Comisión de depósito: 0,07%
Comisión de reembolso: 3% hasta abril de 2026 (a favor de los partícipes).

B. Perfil de riesgo y rentabilidad

Volatilidad esperada: ~6-7%, menos de la mitad que la Renta Variable (RV).
Drawdown máximo esperado: ~11-15%, aproximadamente un tercio/cuarto del de la RV.
Sharpe Ratio esperado: 1,15 (indicando una alta rentabilidad por unidad de riesgo).

https://t.me/IcariaPatrimonio

Correlación con MSCI World: Baja beta, buscando suavizar las caídas de la RV.
Protección contra la inflación: A través de activos reales y deuda privada de tipo variable.
Diversificación: Aproximadamente 20 fondos subyacentes, con más de 200 subyacentes.

C. Comportamiento en crisis históricas (*backtest* y estimaciones)

2008: Drawdown estimado de -10% a -15% (frente a -40% a -50% de la RV).
2020 (COVID): Caída mínima, recuperándose rápidamente o terminando en positivo.
2022: Cerró en positivo (frente a caídas generalizadas de RV, oro y bonos).
2025 (primer semestre): ~+2% (frente a MSCI World EUR a -3%), afectado por la fortaleza del dólar.

III. Composición del *Asset Allocation* y fondos subyacentes

A. Estrategias y porcentajes clave (*Asset Allocation* final esperado)

Liquidez o equivalentes: 10% (Letras del Tesoro, pagarés, activos sin riesgo)
Deuda Privada: 15% (Bridge Loans y Senior Loans)
Real Assets (Activos Reales): 15% (Infraestructuras e Inmobiliario)
Hedge-Funds: 10% (fondos de cobertura con beta negativa)
Renta Variable: 20% (fondos de difícil acceso, de nicho, sin las Mag-7)
Private Equity: 30% (compañías no cotizadas, fondos Evergreen)

B. Fondos subyacentes destacados (ejemplos)

Liquidez: Groupama Tresorerie IC
Deuda Privada: Valvest Steady Income Fund, Blackstone European Senior Loan, Oquendo Senior Loans
Real Estate: GSA Coral Student Portfolio (EUR)
Infraestructuras: Hamilton Lane Infrastructure Fund, Goldman Sachs Vintage Funds
Hedge-Funds: Brevan Howard Master Fund, Transtrend Diversified Trend Program, Campbell Absolute Return, Elliott Associates LP Fund (potencial futuro)
Private Equity: Partners Group Global Value SICAV, Hamilton Lane Private Equity Fund
Renta Variable: Turtle Creek Equity Fund, Alta Fox Opportunities Fund, Sohra Peak Capital Partners, Indépendance et Expansion, Laughing Water Capital, Voss Capital, One Main Capital

https://t.me/LaraPatrimonio

IV. Gestión y experiencia del gestor

A. Carlos Santiso (gestor)

Más de 10 años de experiencia montando carteras estilo "endowment" para patrimonios de cientos de millones de euros. Director de Inversiones de dos Family-Office, replicando la estrategia del fondo. Trabaja para Andbank y cuenta con amplio apoyo. Conocimiento personal de muchos de los gestores de los fondos subyacentes. "Skin in the game": la estrategia del FIL es muy similar a la que utiliza en su Family-Office.

B. Proceso de *Due Diligence*

Enfoque en la selección de los "mejores de los mejores" gestores y fondos a nivel mundial. Análisis cualitativo profundo de los activos subyacentes, no solo métricas cuantitativas. Delegación de la gestión a equipos especializados con décadas de track-record auditado. Proceso manual y complejo para acceder a muchos de estos fondos institucionales.

V. Críticas y consideraciones

A. Puntos de crítica recurrentes

Sesgo de Supervivencia: La rentabilidad pasada de los fondos subyacentes no garantiza resultados futuros.

Opacidad en Costes (percibida): Aunque las rentabilidades son netas, el folleto indica comisiones máximas que generan dudas.

Complejidad del Producto: La mezcla de activos alternativos puede ser difícil de entender para el inversor no profesional.

Riesgos de Iliquidez: Aunque se defiende como ventaja psicológica, la liquidez trimestral puede ser una barrera para algunos.

Dependencia del Selector de Fondos: El éxito del FIL recae en la pericia de Carlos Santiso en la selección de los subyacentes.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Falta de Histórico Propio: El FIL es de reciente creación, a pesar del largo historial de sus componentes.

Elevado Mínimo de Inversión: Excluye a la mayoría de pequeños inversores.

B. Respuestas y matices del autor

Comisiones: Las rentabilidades mostradas son netas de comisiones subyacentes. El TER real del FIL es competitivo para un fondo de este tipo.

Rentabilidad vs. Riesgo: El objetivo no es batir a la RV en rentabilidad en cualquier escenario, sino lograr una rentabilidad satisfactoria con un riesgo sustancialmente menor.

Iliquidez: Considerada una "gran amiga" para el inversor a largo plazo, ya que reduce las decisiones emocionales y la volatilidad, aunque no es ideal para necesidades a corto plazo.

Diversificación: El FIL actúa como un "fondo de fondos", ofreciendo una alta diversificación a través de sus 20+ subyacentes en diversas clases de activos y geografías.

Activos Alternativos: Se invierte en el espectro más conservador de cada categoría de activo alternativo, priorizando la protección del capital y la estabilidad.

Exposición a la RV: Aunque el porcentaje de RV directa es menor, el Private Equity se considera "bolsa pero de empresas no cotizadas", sumando una exposición significativa a "negocios". Además, los fondos de RV subyacentes se centran en Small/Mid-Caps y no incluyen las "7 Magníficas".

VI. Información Adicional

Comités Trimestrales: Se realizarán reuniones (vídeo/presentación) con los partícipes para actualizar el comportamiento del fondo, perspectivas macro, novedades y preguntas en directo.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Estrategia Barbell: Fundamento de la composición del fondo, combinando activos muy conservadores con activos de alto potencial para balancear el riesgo y la rentabilidad.

No apalancamiento: El FIL no utiliza apalancamiento directo.

Transparencia: El gestor se compromete a una comunicación abierta y directa con los partícipes a través de diversos canales.

Cuestionario de Evaluación (respuestas en rojo)

Instrucciones: Responda brevemente (2-3 oraciones) a cada una de las siguientes preguntas, basándose únicamente en el material proporcionado.

¿Cuál es el objetivo principal de Icaria Patrimonio FIL y cómo se diferencia de un fondo que busca simplemente la máxima rentabilidad?
El objetivo principal de Icaria Patrimonio FIL es obtener la mayor rentabilidad posible por unidad de riesgo asumida (maximizar el Ratio de Sharpe). Se diferencia de otros fondos en que su foco no es la máxima rentabilidad absoluta, sino lograr tranquilidad para los partícipes con un camino de inversión más suave.

Describa la filosofía de inversión "Modelo Endowment" que sigue Icaria Patrimonio FIL, mencionando los tres componentes inspirados en el Talmud.
La filosofía del Modelo Endowment busca obtener el mayor beneficio posible con el mínimo riesgo, inspirándose en el Talmud. Esto se traduce en dividir el patrimonio en "tierras" (Real Estate e Infraestructuras), "negocios" (Private Equity y Renta Variable), y "dinero" (Deuda Privada y Liquidez).

¿Cuál es el mínimo de inversión requerido para la Clase A de Icaria Patrimonio FIL y con qué frecuencia se pueden realizar reembolsos?
El mínimo de inversión para la Clase A de Icaria Patrimonio FIL es de 100.000 € y Clase Z 50.000 €. Los reembolsos se pueden realizar trimestralmente, específicamente los días 31 de marzo, 30 de junio, 30 de septiembre y 31 de diciembre.

En comparación con la Renta Variable (RV), ¿cómo se espera que se comporten la volatilidad y el drawdown máximo de Icaria Patrimonio FIL?

https://t.me/IcariaPatrimonio

Se espera que la volatilidad de Icaria Patrimonio FIL sea menos de la mitad que la de la Renta Variable, y su drawdown máximo será de un tercio o un cuarto en comparación con la Renta Variable. Esto busca un camino de inversión "infinitamente más tranquilo".

Mencione al menos dos tipos de activos reales en los que invierte Icaria Patrimonio FIL y explique su propósito en la cartera.
Icaria Patrimonio FIL invierte en Inmobiliario (ej. residencias de estudiantes) e Infraestructuras (ej. Brownfield). Estos activos reales tienen como propósito proteger el patrimonio en entornos inflacionarios y generar rentas estables, siendo menos volátiles que la renta variable.

¿Por qué Icaria Patrimonio FIL invierte en Hedge-Funds con "beta negativa", y qué función cumplen estos fondos en la cartera?
Icaria Patrimonio FIL invierte en Hedge-Funds con "beta negativa" para que suban cuando la Renta Variable cae, sirviendo como cobertura. Su función principal es suavizar el camino del inversor, amortiguando las caídas del mercado y reduciendo la volatilidad total de la cartera.

Explique la característica "Evergreen" de los fondos de Private Equity en los que invierte Icaria Patrimonio FIL y sus ventajas frente a los fondos cerrados.
Los fondos de Private Equity son "Evergreen", lo que significa que están 100% invertidos desde el inicio y ofrecen liquidez mensual. Esto contrasta con los fondos cerrados que operan con "Capital Calls" y no tienen liquidez hasta 10 años o más.

Según el texto, ¿qué tipo de compañías de Renta Variable son el foco de inversión para Icaria Patrimonio FIL, y qué se evita?
Los fondos de Renta Variable de Icaria Patrimonio FIL se centran en fondos de nicho de "primerísima división", con altos mínimos de inversión y difícil acceso para el inversor común. Evitan la exposición a las llamadas "7 Magníficas" y se enfocan en Small o Mid-Caps con múltiplos de derribo.

¿Cuál es la postura del gestor, Carlos Santiso, respecto al uso de "backtests" para la toma de decisiones de inversión en Icaria Patrimonio FIL?
Carlos Santiso es un "enemigo" de los backtests para estimar rentabilidades futuras, aunque reconoce su utilidad para entender cómo se comportan los activos ante

https://t.me/IcariaPatrimonio

diferentes ciclos económicos y para conocer los niveles de riesgo a los que se estará sometido.

¿Cómo justifica Icaria Patrimonio FIL el uso de la "iliquidez" en algunos de sus activos o en el propio fondo, y qué beneficio se busca con ella?
Icaria Patrimonio FIL justifica la iliquidez (reembolsos trimestrales) como una ventaja que ayuda al inversor a evitar decisiones impulsivas basadas en emociones. Además, contribuye a reducir la volatilidad del fondo al limitar las salidas masivas provocadas por pánico.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Preguntas en formato ensayo

-Compare y contraste la estrategia de inversión de Icaria Patrimonio FIL con el enfoque de una cartera tradicional de Renta Variable (MSCI World o S&P500) en términos de riesgo, rentabilidad y experiencia del inversor. ¿Qué tipo de inversor se beneficiaría más de cada enfoque y por qué?

-Analice la importancia de los "activos alternativos" (Private Equity, Deuda Privada, Hedge-Funds, Activos Reales) en la construcción de la cartera de Icaria Patrimonio FIL. ¿Cómo contribuyen estos activos a los objetivos del fondo, especialmente en comparación con una cartera compuesta únicamente por activos tradicionales?

-La liquidez es un tema recurrente en la descripción de Icaria Patrimonio FIL. Discuta cómo la liquidez del fondo (suscripción mensual, reembolso trimestral) y la iliquidez de algunos de sus subyacentes son presentadas como ventajas por el gestor. ¿Cuáles son los posibles inconvenientes de esta estructura de liquidez para un inversor?

-Evalúe la relevancia de la experiencia y el proceso de selección de fondos de Carlos Santiso en el éxito proyectado de Icaria Patrimonio FIL. Considerando las críticas sobre la "dependencia de la pericia del selector de fondos" y la "falta de histórico propio del FIL", ¿qué argumentos se presentan a favor y en contra de la confianza en el gestor?

-Analice las críticas más prominentes hacia Icaria Patrimonio FIL y las respuestas proporcionadas en el material. Seleccione dos críticas clave (por ejemplo, "sesgo de supervivencia", "opacidad en costes", "complejidad del producto", "alto mínimo de

inversión") y profundice en cómo se abordan o se defienden desde la perspectiva del fondo.

Glosario de términos clave

Activos Alternativos: Clases de activos que no son acciones, bonos ni efectivo, como Private Equity, Deuda Privada, Hedge-Funds, Real Estate e Infraestructuras. A menudo, ofrecen baja correlación con mercados tradicionales.

Asset Allocation: La distribución de las inversiones de una cartera entre diferentes clases de activos (ej. acciones, bonos, efectivo, alternativos).

Backtest: Simulación del rendimiento de una estrategia de inversión utilizando datos históricos. En el texto, se desaconseja para predecir rentabilidades, pero se valora para entender el perfil de riesgo.

Beta: Medida de la volatilidad o riesgo sistemático de un activo o cartera en relación con el mercado en su conjunto. Una beta negativa implica una correlación inversa con el mercado.

Bridge Loans (Préstamos Puente): Préstamos a corto plazo con garantía inmobiliaria, a menudo utilizados para reformas o proyectos de reestructuración.

Brownfield (Infraestructuras): Proyectos de infraestructura ya existentes y en funcionamiento, que generalmente tienen un perfil de riesgo más bajo que los proyectos Greenfield (por crear).

Capital Calls: Mecanismo utilizado por fondos cerrados de Private Equity donde los inversores se comprometen a una cantidad y el gestor solicita los fondos a medida que se identifican oportunidades de inversión.

Cartera Permanente: Estrategia de inversión conservadora que busca proteger el capital y ofrecer retornos estables en cualquier entorno económico, típicamente invirtiendo a partes iguales en acciones, bonos a largo plazo, oro y efectivo.

https://t.me/LecturaPatrimonio

CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores): El organismo regulador de los mercados de valores en España.

Correlación: Medida estadística que indica la relación entre los movimientos de dos variables. Una correlación de +1 significa que se mueven en la misma dirección, -1 en direcciones opuestas y 0 indica que no hay relación lineal.

Drawdown: La caída desde un pico hasta un valle en el valor de una inversión antes de que se recupere el pico. El "drawdown máximo" es la mayor pérdida porcentual desde un pico.

Due Diligence: Proceso de investigación y análisis de un activo o inversión antes de tomar una decisión, para evaluar sus riesgos y oportunidades.

Endowment (Modelo Endowment): Estilo de inversión sofisticado utilizado por grandes instituciones (ej. universidades) que busca retornos atractivos con bajo riesgo mediante una fuerte diversificación, incluyendo activos alternativos.

Evergreen Funds: Fondos de inversión de duración indefinida que permiten entradas y salidas periódicas de capital (a menudo mensuales o trimestrales), a diferencia de los fondos cerrados que tienen un horizonte temporal fijo y una liquidez limitada.

Family-Office: Entidad que gestiona el patrimonio e inversiones de una o varias familias de alto poder adquisitivo.

FIL (Fondo de Inversión Libre): Tipo de fondo de inversión con mayor flexibilidad en sus políticas de inversión que los fondos tradicionales, a menudo dirigidos a inversores cualificados o con altos patrimonios.

Hedge-Funds: Fondos de inversión que utilizan estrategias más complejas (incluyendo apalancamiento, posiciones cortas, derivados) con el objetivo de generar retornos absolutos y descorrelacionados del mercado. Un "fondo de cobertura" (hedge fund) con beta negativa busca protección en caídas.

https://t.me/LaraPatrimonio

Iliquidez: La dificultad de vender un activo rápidamente sin una pérdida significativa de valor. En Icaria Patrimonio, se presenta como una ventaja psicológica.

ISIN: Número Internacional de Identificación de Valores, un código que identifica de forma única un instrumento financiero.

Loan to Value (LTV): Ratio que compara el importe de un préstamo con el valor tasado del activo que sirve de garantía. Un LTV bajo implica mayor protección para el prestamista.

Loss Rate: Tasa de pérdida efectiva o porcentaje de capital perdido en relación con un conjunto de préstamos o inversiones.

MSCI World: Un índice bursátil global que representa las acciones de grandes y medianas capitalizaciones de 23 países desarrollados. Utilizado como benchmark de la renta variable.

NAV (Net Asset Value - Valor Liquidativo): El valor por participación de un fondo de inversión, calculado dividiendo el valor total de los activos del fondo (menos los pasivos) por el número de participaciones en circulación.

Private Equity (PE): Inversiones en empresas privadas que no cotizan en bolsa.

Renta Variable (RV): Acciones de compañías cotizadas en bolsa.

Senior Loans (Préstamos Senior): Préstamos a empresas que tienen prioridad de cobro sobre otras deudas en caso de insolvencia o liquidación. Suelen estar garantizados por activos de la empresa.

Sharpe Ratio: Medida que evalúa la rentabilidad de una inversión en relación con su riesgo (volatilidad). Un ratio más alto indica una mejor rentabilidad ajustada al riesgo.

Skin in the Game: Situación en la que el gestor de un fondo invierte su propio capital en el mismo fondo que gestiona, alineando sus intereses con los de los inversores.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Small Caps/Mid Caps: Empresas de pequeña y mediana capitalización bursátil, respectivamente.

Special Situations: Estrategias de inversión que se enfocan en compañías que atraviesan eventos corporativos especiales (ej. fusiones, reestructuraciones, escisiones) que pueden desbloquear valor.

Suscripción/Reembolso: La acción de comprar (suscribir) o vender (reembolsar) participaciones de un fondo de inversión.

Talmud: Texto fundamental del judaísmo rabínico. En el contexto del fondo, se cita su consejo de diversificar el patrimonio en "tierras, negocios y dinero".

TER (Total Expense Ratio): El coste total anual de un fondo de inversión, expresado como un porcentaje del patrimonio. Incluye comisiones de gestión, depósito y otros gastos.

Track-Record: Historial de rendimiento de un fondo o gestor a lo largo del tiempo.

UHNWI (Ultra High Net Worth Individuals): Individuos con un patrimonio neto muy elevado, generalmente superior a 30 millones de dólares.

Volatilidad: Medida de la fluctuación del precio de un activo o el valor de una cartera a lo largo del tiempo. Se refiere al grado de riesgo o incertidumbre.

Waiver: En este caso, un waiver se refiere a la posibilidad de acceso a la Clase Institucional de los fondos, mediante la reducción del mínimo de inversión exigido.

https://t.me/LaraPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - cronología relacionada

Antes de 1885:

El Talmud, un texto judío milenario, ya aconsejaba dividir el dinero en tres partes: tierras, negocios y dinero. Esta filosofía es el origen del modelo "Endowment" y la base de Icaria Patrimonio FIL.

1885:

Se registra el inicio de periodos históricos en los que la Renta Variable (RV) ha perdido más del 40% en múltiples ocasiones, lo que subraya la volatilidad de este activo.

1973:

La rentabilidad media anual de la Renta Variable desde este año ha sido del 9%.

1977:

Fundación de Elliott Associates, L.P., el fondo insignia de Elliott Investment Management L.P., uno de los fondos más antiguos bajo gestión continua, con un historial de rendimiento excepcional.

1988:

Fundación de Campbell Absolute Return, un Hedge Fund con un historial de 40 años.

1992:

Inicio del periodo de análisis de los peores retornos a cinco años del Crédito Privado y la Renta Variable, mostrando que el Crédito Privado ha tenido retornos positivos incluso en sus peores periodos.

1993:

Indépendance et Expansion, un fondo de Renta Variable centrado en Europa, comienza sus operaciones.

1995:

Transtrend Diversified Trend Program, otro Hedge Fund, inicia su actividad.

https://t.me/IcariaPatrimonio

La correlación de Transtrend con la renta variable desde esta fecha es de -0,02, lo que indica su capacidad de descorrelación.

1998:

Elliott Associates, L.P. registra una de sus dos únicas pérdidas anuales (-7%).
Turtle Creek, un fondo de Renta Variable, comienza sus operaciones.

1999:

Turtle Creek registra un rendimiento anualizado del 19% desde su inicio, superando significativamente al MSCI World.

2000-2003 (Crisis del 2000):

El S&P500 cae un 50%. Algunos Hedge Funds, como uno de los incluidos en Icaria Patrimonio FIL, subieron más de lo que cayó la bolsa, resultando en una caída casi nula para una cartera combinada.
Indépendance et Expansion logra ganancias acumuladas del 60% durante estos años.

2003:

Brevan Howard Master Fund Limited, un Hedge Fund clave, comienza sus operaciones, con rentabilidades auditadas desde entonces.

2007:

Partners Group Global Value SICAV comienza sus operaciones, multiplicando el dinero invertido por 4,3 veces hasta 2017.
Elliott Associates, L.P. registra su mejor año, con un aumento del 32,1%.

2008 (Crisis financiera global):

Private Equity centrado en buyout cae menos de un 15%, mientras que la Renta Variable cae un 45%.
Brevan Howard Master Fund Limited sube un 20% en dólares (+50% en euros), mientras el S&P500 cae un 50%.
El índice de infraestructuras de JP Morgan cae en torno a un -10%.
Elliott Associates, L.P. registra su otra única pérdida anual (-3%).

https://t.me/IcariaPatrimonio

Blackstone European Senior Loan Fund, un fondo de deuda privada, registra una caída del -3%.
El drawdown de Icaria Patrimonio FIL en este escenario habría sido de -10% a -11% (o -15% en retornos diarios), en contraste con el -50% de la RV.

2009:

Elliott Associates, L.P. gana un 30,7%.
Partners Group Global Value SICAV cae un -6,8%, su último año negativo hasta la fecha.

2010:

Campbell Absolute Return registra un rendimiento anualizado del 9,30% desde este año.

2011:

GSA Coral Student Portfolio inicia operaciones, con una rentabilidad neta del 5,70% anualizada desde entonces.
Indépendance et Expansion cae un -10%.

2013-2018:

Brevan Howard Master Fund Limited se mantiene "plano", sin rendimientos significativos.

2016:

Valvest Steady Income Fund, que invierte en préstamos puente, comienza a operar en formato de fondo, generando una rentabilidad del 7,31% después de comisiones, sin meses negativos.

2017:

Hamilton Lane Private Equity Fund es fundado.

Abril de 2018:

Alta Fox Opportunities Fund es creado, logrando una rentabilidad neta anualizada del 31,4% hasta la fecha, multiplicando el dinero invertido por 5.

Febrero de 2018:

One Main Capital inicia operaciones, con una rentabilidad neta del 19,5% hasta la fecha.

https://t.me/IcariaPatrimonio

2020 (Crisis del COVID-19):

Brevan Howard Master Fund Limited gana un 27%.

Hamilton Lane Private Equity Fund cae solo un -5%, mientras el MSCI World cae un -35%.

GSA Coral Student Portfolio tiene una caída mínima del -4% y tarda un año en recuperarse.

Laughing Water obtiene un rendimiento del +67,8%.

El drawdown de Icaria Patrimonio FIL en este escenario habría sido alrededor del 10%.

Mediados de 2021:

Sohra Peak Capital Partners es fundado, con rentabilidades anualizadas del 20,7% desde entonces.

Voss Capital, otra gestora de Renta Variable, acumula un 61% de rendimiento desde junio de 2021.

2022:

Icaria Patrimonio FIL registra un año positivo, mientras la Renta Variable, oro y bonos caen.

Brevan Howard Master Fund Limited sube un 20%.

Partners Group Global Value SICAV termina en positivo con un +0,3%.

Hamilton Lane Private Equity Fund cae solo un -3%, mientras la bolsa cae casi un -20%.

Indépendance et Expansion cae un -10%.

Laughing Water registra su peor año con un -31,7%.

El oro sube un 100% desde este año.

Peor crisis para Cartera Permanente, cayendo un 12%.

El fondo de Oquendo, donde Carlos Santiso invierte en su Family-Office, mantiene rentabilidad positiva sin trimestres negativos desde 2022.

2023:

Sohra Peak se dispara un 82% frente al 26% del S&P500.

Campbell Absolute Return recibe el premio de The Hedge-Fund Journal como mejor fondo CTA Diversificado por segundo año consecutivo.

https://t.me/IcariaPatrimonio

2024 (cierre):

El fondo de Oquendo gestionado por Carlos Santiso en su Family-Office, cierra con una rentabilidad anual del 7,7% neta de comisiones.

Hamilton Lane Infrastructure Fund logra un 27%.

Laughing Water cierra con un +39,5%.

Abril de 2024:

Transtrend Diversified Trend Program alcanza máximos históricos.

2025 (proyecciones y eventos):

Primer trimestre: Hamilton Lane Infrastructure Fund lleva un 4,38%.

Finales de abril: Icaria Patrimonio FIL se encuentra casi plano (aproximadamente -0,5% negativo) a pesar de un contexto convulso en la Renta Variable (MSCI World a -15% en algún momento de abril). Las Bridge Loans, Senior Loans, Infraestructuras, Real Estate y Private Equity han sido positivos. Hedge-Funds ligeramente negativos (Brevan Howard -2% YTD, pero +3,63% en abril). Renta Variable en general negativa.

Mayo: Se abre la primera ventana mensual de inversión para Icaria Patrimonio FIL.

Junio: Alta Fox dejará de aceptar nuevos inversores.

Primer semestre: Icaria Patrimonio FIL cierra en torno a un +2%, mientras el dólar ha hecho un -14% YTD y el MSCI World lleva un -3% YTD. Hedge-Funds americanos han sufrido por el efecto del dólar.

Julio: Icaria Patrimonio FIL espera estar invertido al 100% en los fondos subyacentes. Se confirma que todos los procesos de Due Diligence y contacto con las gestoras están terminados.

Finales de 2025: Icaria Patrimonio FIL espera incorporar Elliott Associates LP Fund a la parte de Hedge-Funds, lo que podría aumentar temporalmente su peso en el FIL al 18%.

Septiembre: Primer comité trimestral con los partícipes para actualizar el comportamiento del fondo, novedades y perspectivas futuras.

Resto del año: Luis Ángel Hernández prevé que una vez lanzado el fondo, se podrán comprobar las promesas sobre el comportamiento de los Hedge Funds y las rentabilidades de los activos.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Se prevé que la RV vivirá una década muy complicada, con proyecciones de rentabilidades esperadas muy por debajo de la media histórica del 9% anual.
Se espera que la inversión alternativa crezca y sea más accesible, llegando a ser normal que el 50% del patrimonio de carteras de 500.000 € esté en activos alternativos en 5 o 10 años.

Abril de 2026:

La comisión de reembolso del 3% de Icaria Patrimonio FIL desaparece.

En el futuro (3-5 años):

Icaria Patrimonio FIL espera no tener un periodo bajo el agua mayor a 2-3 años y caer más de un 14% en un escenario apocalíptico.
Se espera que los Hedge Funds de RV lleven a las "nubes" la rentabilidad durante un boom alcista.

Perspectiva general de Icaria Patrimonio FIL:

Se lanza como un fondo de estilo conservador, con un perfil de riesgo similar al de la Cartera Permanente (volatilidad de la mitad, drawdown de un tercio de la RV).
Objetivo: obtener la mayor rentabilidad posible por unidad de riesgo asumida (maximizar el ratio de Sharpe).
Composición inicial: 10% liquidez, 15% Deuda Privada (Bridge Loans y Senior Loans), 15% Real Assets (infraestructuras, inmobiliario), 10% Hedge-Funds, 20% Renta Variable, 30% Private Equity.
Volatilidad esperada: 6%, drawdown máximo: 11% (o 15% en un escenario de crisis profunda como 2008).
Rentabilidad neta total esperada: 9,1% (antes de la comisión de gestión).
Mínimo de inversión: 50.000 € (Clase Z), 100.000 € (Clase A) o 500.000 € (Clase I).
Comisión de gestión: 0,99% (Clase A) o 0,69% (Clase I). Comisión de depósito: 0,07%.
Liquidez: Suscripción mensual, reembolso trimestral (preaviso de 20 días naturales). El VL se actualiza mensualmente.
El fondo delega la gestión en "los mejores equipos del planeta" y busca acceso a fondos institucionales de difícil acceso para el inversor minorista.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Elenco de Personajes Principales

Carlos Santiso: El gestor principal de Icaria Patrimonio FIL. Cuenta con más de 10 años de experiencia en la gestión de carteras tipo "endowment" para patrimonios de cientos de millones de euros, habiendo sido Director de Inversiones de dos Family-Office. También es profesor en varias escuelas de finanzas y trabaja para Adbank. Tiene una profunda comprensión de los fondos subyacentes y su alineación de intereses se destaca por tener un proyecto similar en su Family-Office. Es muy activo en redes sociales y ofrece reuniones personales para resolver dudas de los partícipes.

Nassim Taleb: Economista y autor reconocido por conceptualizar la estrategia "Barbell", que Icaria Patrimonio FIL incorpora en su filosofía de inversión. Esta estrategia implica tener una parte del patrimonio en activos muy conservadores y otra en activos que rinden mucho en buenos momentos.

John Maynard Keynes: Economista que dijo la frase: *"Los mercados pueden mantener su irracionalidad más tiempo del que tú puedes mantener tu solvencia"*, citada en el contexto de la volatilidad de la Renta Variable.

Jesús Sequeira Pol: Crítico que comenta el producto Icaria Patrimonio FIL en Twitter. Reconoce la buena opinión sobre el gestor y la atracción de los números pasados, pero expresa cautela sobre la regulación, transparencia y liquidez, así como la comisión de reembolso.

Pedro Becerro: Crítico que comenta el producto Icaria Patrimonio FIL en su sitio web. Argumenta sobre el posible sesgo de supervivencia en el historial de los fondos, la probabilidad de que los activos alternativos no rindan tan bien en el futuro como la RV, y considera la comisión de más del 1% elevada.

Luis Ángel Hernández: Crítico que analiza Icaria Patrimonio FIL en un vídeo de YouTube. Discute la premisa de estabilidad, la liquidez mensual, la composición de la cartera con alternativos, y la comparación con otros fondos como Return Stacked Offroad FIL. Aunque el gestor critica algunas de sus conclusiones, reconoce su esfuerzo y rigor en el análisis.

https://t.me/IcariaPatrimonio

JACPAT: Miembro del grupo de Telegram que expresa cautela sobre la cantidad de patrimonio que se debería invertir en Icaria Patrimonio FIL, sugiriendo no más del 20-25% debido a la iliquidez y la complejidad/riesgo percibido de los activos alternativos como el Private Equity.

ATC Investing: Crítico que analiza Icaria Patrimonio FIL en Twitter. Opina que es un instrumento para grandes patrimonios (más de 1 millón de euros) debido a su liquidez limitada y el mínimo de inversión, y que no lo recomendaría para invertir un porcentaje muy grande del patrimonio.

Azue Cons: Crítico que analiza Icaria Patrimonio FIL en Twitter. Lo ve muy diversificado pero menciona como puntos negativos el mínimo de inversión, el poco recorrido del fondo en sí y la comisión de reembolso inicial.

Ragnarok: Crítico que analiza Icaria Patrimonio FIL en bolsasfácil.net. Detalla varios puntos débiles y riesgos, incluyendo la alta barrera de entrada, liquidez limitada, opacidad en costes reales, complejidad del producto, riesgos de iliquidez de alternativos y dependencia de la pericia del selector de fondos.

Yaron Naymark: Gestor de One Main Capital, un fondo de Renta Variable incluido en Icaria Patrimonio FIL, conocido por su extraordinario desempeño en small-caps.

Universidades como Harvard, Yale o Stanford: Mencionadas como ejemplos de los "Endowments" más grandes y sofisticados del mundo, que gestionan decenas de miles de millones de dólares siguiendo el modelo de inversión que Icaria Patrimonio FIL busca replicar.

https://t.me/IcariaPatrimonio

KKR, Blackstone, Apollo: Empresas mencionadas como ejemplos de proveedores de vehículos de inversión alternativa que han multiplicado su rentabilidad en los últimos 10 años, reflejando el fuerte crecimiento y la creciente accesibilidad de la inversión alternativa.

Andbank: Banco para el que Carlos Santiso trabaja y donde se gestiona Icaria Patrimonio FIL.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio, FIL
Carta Primer Semestre 2025

“El futuro es impredecible, parte de la clave del éxito en la inversión es tener un plan”

Carta Primer Semestre 2025

A fecha de 30 de junio de 2025, Icaria Patrimonio FIL gestiona más de 14 millones de euros

Ha sido un orgullo iniciar este proyecto, consiguiendo entrar en hedge funds, fondos de inversión y vehículos de capital privado, con mínimos en algunos casos de 10 millones

Estimado partícipe,

A fecha de 30 de junio de 2025, nos complace informarte de que Icaria Patrimonio FIL gestiona más de 14 millones de euros. Antes de nada, agradecer la confianza de todos los partícipes que se han sumado a este proyecto tan personal y tan diferente a lo que podemos encontrar en el panorama español.

Estamos ante un fondo de inversión libre de perfil conservador, en donde esperamos una volatilidad del entorno del 6-7% (un tercio de la de la bolsa) y unas caídas por el camino sustancialmente más contenidas.

Como he comentado en muchas ocasiones, no es un fondo que busque superar a la renta variable, sino más bien un fondo que busca obtener retornos parecidos en el largo plazo pero con un camino mucho más tranquilo.

Suena muy bien, el punto importante es cómo lo conseguimos. Para obtener un binomio rentabilidad-riesgo más atractivo que el de la renta variable, debemos invertir de forma honesta a largo plazo, ya que para invertir en Icaria Patrimonio FIL es necesario sacrificar cierta liquidez en nuestro patrimonio. Como bien saben los partícipes, la liquidez del fondo es trimestral, por lo tanto, no hablamos de algo equivalente a un fondo de renta variable o renta fija, donde la liquidez es diaria.

¿Cuál es el beneficio? Lo comentado, un camino más tranquilo, menos volatilidad y, sobre todo, cuando llegan las correcciones fuertes en bolsa o las crisis, tendremos unas pérdidas latentes en nuestro patrimonio muy inferiores a las de la renta variable. Así debe ser, no hay fórmulas mágicas ni atajos en la inversión. Quien quiere un binomio rentabilidad-riesgo más atractivo, debe sacrificar algo, y en este caso ese algo es la liquidez.

LOS INICIOS

Ha sido un orgullo iniciar este proyecto, consiguiendo entrar en hedge funds, fondos de inversión y vehículos de capital privado, con mínimos en algunos casos de 10 millones. Los partícipes de Icaria Patrimonio tendrán el beneficio, desde el minuto uno, de tener en su cartera fondos de primer nivel, con clases institucionales y comisiones mucho más favorables.

> *Contamos con unos 22 vehículos de inversión, que nos hacen propietarios de más de 1.000 activos diferentes en categorías descorrelacionadas entre sí*

> *Respecto al peso desproporcionado de la liquidez, se explica en gran medida por los influjos constantes de nuevas suscripciones en el FIL en los dos últimos meses*

> *Es una gran diferencia: disponer de liquidez mensual en lugar del formato "5+5" de los fondos tradicionales, donde tienes el capital comprometido durante un periodo que se aproxima a los 10 años*

Icaria Patrimonio es un fondo que minimiza de forma importante el "riesgo gestor", ya que no invierte de forma directa, y lo hace en vehículos de primer nivel internacional, con track records de 30, 40 y 50 años en la mayoría de los casos. En este inicio, contamos con unos 22 vehículos de inversión, que nos hacen propietarios de más de 1.000 activos diferentes en categorías descorrelacionadas entre sí.

Lo que hacemos en Icaria Patrimonio hace siglos ya nos lo sugería el Talmud:

"Una persona debe dividir su dinero en tres partes"

1. Tierras
2. Negocios (comercio)
3. Dinero

Trasladado a hoy:

- Deuda Privada - Deuda Cotizada
- Empresas privadas - Empresas cotizadas
- Real Estate en directo
- Infraestructuras en directo

Para entender esto, nos viene bien un repaso de la composición aproximada de Icaria Patrimonio FIL cuando el fondo haya realizado todas las inversiones:

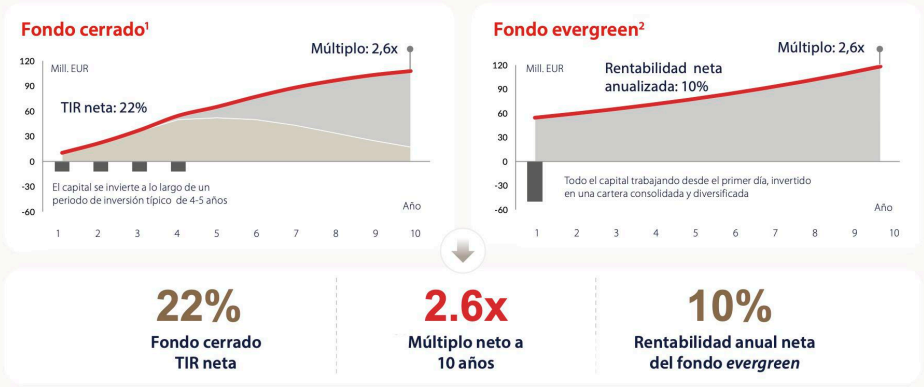
- Liquidez o equivalente: 10%
- Deuda Privada (Senior Loans y Bridge Loans): 10%
- Activos reales: 10%
- Hedge Funds: 15%
- Private Equity: 30%
- Renta Variable: 25%

En el momento de redactar estas líneas (finales de junio), la liquidez todavía pesa alrededor de un 25% de la cartera, pero para finales del verano estamos convencidos de que habremos alcanzado un asset allocation muy en línea con el objetivo de largo plazo.

Respecto al peso desproporcionado de la liquidez, se explica en gran medida por los influjos constantes de nuevas suscripciones en el FIL en los dos últimos meses. Lo cual desde luego es una excelente noticia, no sólo para mí como fundador y gestor de este proyecto, sino también para los partícipes, ya que cuanto mayor es el tamaño de Icaria Patrimonio, más oportunidades se abren para invertir.

Respecto a las inversiones en activos alternativos, conviene recordar aquí que utilizamos el formato evergreen, en lugar del formato tradicional de fondo cerrado que se articula mediante llamadas de capital. De esta forma, combinamos activos con liquidez diaria (fondos de renta variable, algunos hedge funds o incluso el mercado secundario de pagarés), con fondos con liquidez mensual. Es una gran diferencia: disponer de liquidez mensual en lugar del formato "5+5" de los fondos tradicionales, donde tienes el capital comprometido durante un periodo que se aproxima a los 10 años.

Además, es importante recalcar lo engañosas que pueden ser las rentabilidades en los fondos tradicionales de capital privado, y es que esta diapositiva lo resume muy bien en una sola imagen:



Fuente: Presentación comercial Partners Group.

> *Una Tasa Interna de Retorno (TIR) de un 22% en un fondo cerrado o tradicional de private equity se convierte en una rentabilidad anual del 10%*

Como vemos en este ejemplo, una Tasa Interna de Retorno (TIR) de un 22% en un fondo cerrado o tradicional de private equity se convierte en una rentabilidad anual del 10% si usamos la misma metodología de cálculo que en los fondos de bolsa. Por este motivo, los fondos evergreen nos parecen más transparentes.

REPORTING MENSUAL

Con carácter mensual, en el blog de Icaria Capital publicaremos un comentario sobre el desempeño de Icaria Capital durante el mes anterior, una vez se conozca la valoración de todas las posiciones de la cartera.

Aquí conviene recordar que hay fondos que tardan varias semanas en reportar su valor liquidativo. En particular, los que más retraso llevan son los fondos de gestión alternativa (private equity, infra), que reportan cerca del final del mes siguiente, mientras que en los fondos de bolsa las valoraciones suelen estar disponibles dentro de los 15 días siguientes al cierre de mes. Esta circunstancia es la que nos impide informar con más antelación acerca del desempeño de Icaria Patrimonio en el mes inmediatamente anterior.

> *No poder seguir el comportamiento de la cartera en tiempo real ayuda a evitar el estrés emocional y a no tomar malas decisiones financieras*

Sin embargo, este decalaje en la publicación de las valoraciones tiene su lado positivo, y es que creemos que contribuye a mantener la disciplina, tanto para el gestor como para el partícipe. No poder seguir el comportamiento de la cartera en tiempo real ayuda a evitar el estrés emocional y a no tomar malas decisiones financieras. En definitiva, es algo coherente con el planteamiento largoplacista de Icaria Patrimonio.

Dado que casi todas las inversiones del FIL se acometieron en el cierre de junio, el desempeño de los activos subyacentes durante ese mes no afecta al patrimonio del fondo ni, por tanto, a los partícipes. Es por eso que el primer comentario mensual en el blog lo dejaremos para el mes siguiente, esto es, a finales de agosto informaremos sobre el comportamiento de Icaria Patrimonio en julio.

Invertimos en los ya mencionados fondos evergreen, que ponen nuestro capital a trabajar desde el primer momento y ofrecen ventanas de liquidez

En deuda privada, el formato también es evergreen e invertiremos en dos estrategias. Por un lado, los senior loans, *deuda corporativa que goza de la máxima prelación entre todos los acreedores y los préstamos puente (bridge loans), que son deuda a corto plazo*

Los hedge funds, buscamos una descorrelación con la bolsa. Se trata de fondos especializados en generar rentabilidad positiva cuando la renta variable cae, a la par que proporcionan una rentabilidad satisfactoria en el largo plazo

ENTENDIENDO LAS CATEGORÍAS

Dentro de la categoría de **private equity**, invertimos en los ya mencionados fondos evergreen, que ponen nuestro capital a trabajar desde el primer momento y ofrecen ventanas de liquidez. Estos fondos invierten en compañías privadas de forma directa, o en fondos que invierten en compañías privadas. Es decir, son a la vez fondos de PE y "fondos de fondos de PE". El formato evergreen es conveniente para el FIL, ya que concede algo de liquidez y facilita la valoración de las inversiones. Dentro de esta categoría, hemos conseguido acceder a gestoras de prestigio como Partners Group y Hamiton Lane.

Afortunadamente, nos han permitido entrar en la clase institucional (la más barata), a pesar de no alcanzar el mínimo de inversión indicado en el folleto. Aquí entra en juego nuestra habilidad para establecer relaciones de confianza y duraderas con las gestoras. Aunque no se le presta tanta atención como a la generación de alpha con las inversiones, la gestión de las relaciones (con los intermediarios o con las gestoras, dependiendo del tipo de inversión) puede tener un impacto notable en la generación de rentabilidad a largo plazo.

En **renta variable cotizada** invertimos en fondos "boutique" de difícil acceso para el inversor retail, debido sobre todo a los altos importes mínimos que se exigen para invertir. Fondos muy conocidos como Altafox, con una rentabilidad anualizada desde inicio del 30%, Sohra Peak o Laughing Water, son accesibles a través de Icaria Patrimonio FIL desde un inicio, obteniendo de esta forma diversificación real en fondos de primer nivel. Y es que hablamos de rentabilidades históricas que en la mayoría de los casos superan el 20% anualizado.

Aquí, al igual que en el private equity, hemos conseguido acceder a algunos fondos de bolsa en los que no llegábamos al mínimo de inversión indicado en el folleto, después de haber mantenido conversaciones con las gestoras en las que hemos podido hacer ver nuestra alineación con la filosofía de los fondos.

En **deuda privada**, el formato también es evergreen y, de momento, invertiremos en dos estrategias. Por un lado, los *senior loans*, es decir, deuda corporativa que goza de la máxima prelación entre todos los acreedores. Hablamos de préstamos a plazos medios (3-7 años) y que habitualmente tienen un cupón variable; lo que se busca es generar rentabilidad exponiéndonos a riesgo específico del deudor (riesgo de crédito), sin sensibilidad ante cambios en los tipos de interés.

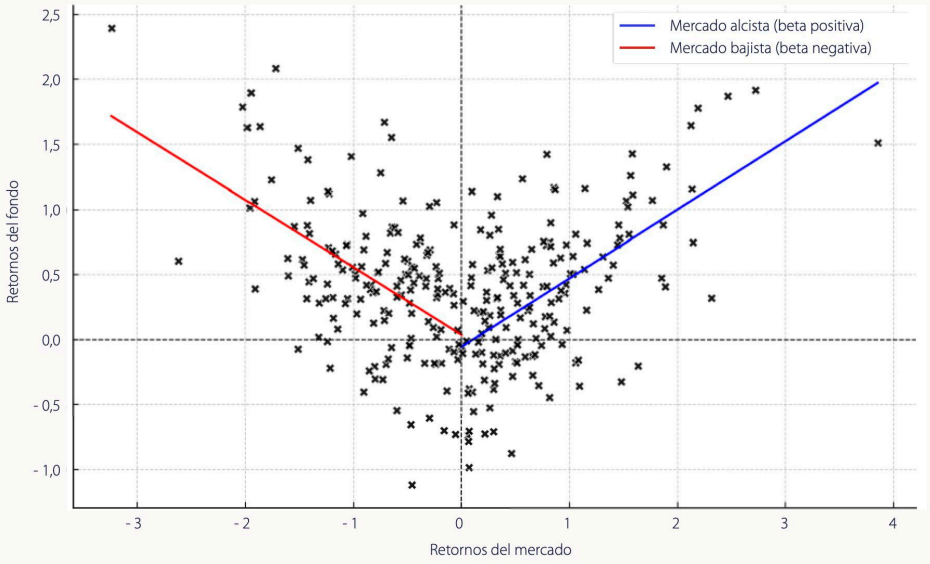
Por otro lado, tenemos los préstamos puente (*bridge loans*), que son deuda a corto plazo (habitualmente menos de 2 años) asumida por empresas que necesitan financiación transitoria; por ejemplo, un promotor inmobiliario que necesita financiación para terminar un proyecto. Debido a que el plazo es muy corto y a que pocas entidades están dispuestas a dar este tipo de financiación, los préstamos puente pagan tipos de interés muy altos.

En **activos reales** (real assets), invertimos tanto en infraestructuras privadas como en inmobiliario en directo, es decir, en los activos de forma directa. Las infraestructuras se articulan de la misma forma que las inversiones en private equity, a través de fondos evergreen, con la característica particular de que su perfil de riesgo es más conservador y habitualmente muestran descorrelación con el equity en momentos de crisis. En la parte de inmobiliario (real estate), el foco está en generar rentas en activos que se comporten de forma resiliente en una recesión (el fondo en el que estamos invertidos cayó un 5% durante el COVID vs el 40% que cayó el índice de REITS americano).

En cuanto a los **hedge funds**, buscamos una descorrelación con la bolsa. Se trata de fondos especializados en generar rentabilidad positiva cuando la renta variable cae, a la par que proporcionan una rentabilidad satisfactoria en el largo plazo. Por eso se dice que son fondos de "beta condicional": beta positiva cuando la bolsa sube (lo que quiere decir que el fondo

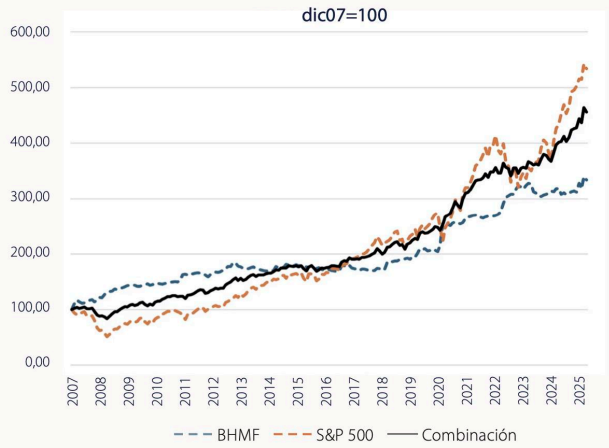
también sube), beta negativa cuando la bolsa cae (lo que, de nuevo quiere decir que el fondo sube). Su objetivo es mitigar los drawdowns de Icaria Patrimonio en momentos de pánico bursátil, y no tanto con ribuir a la generación de rentabilidad.

Beta Condicional Negativa: Regresiones por Régimen de Mercado



Fuente: Bloomberg.

En esta categoría, podemos destacar el fondo Brevan Howard Master Fund, que históricamente ha demostrado estar a la altura cuando la renta variable ha caído (ver gráfico inferior). Como en otros casos antes mencionados, me alegra informar de que la gestora nos ha permitido entrar en el fondo a pesar de no llegar al mínimo de inversión; entendieron que nuestra intención sincera es invertir mucho más conforme el FIL vaya creciendo, y por eso nos dejan empezar a construir la posición con menos capital.

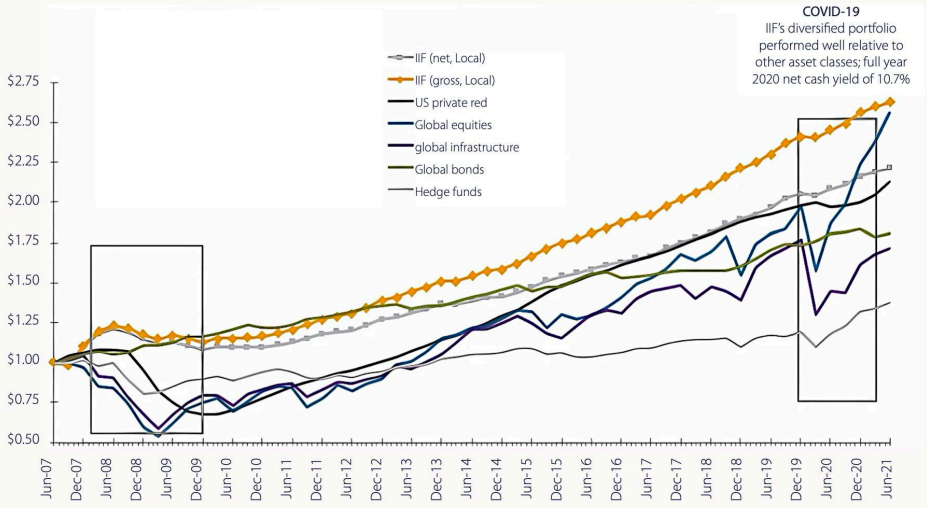


Fuente: presentación comercial Brevan Howard y bloomberg.

Es muy importante entender la gran diferencia que existe entre invertir en activos reales no cotizados o hacerlo a través de empresas cotizadas

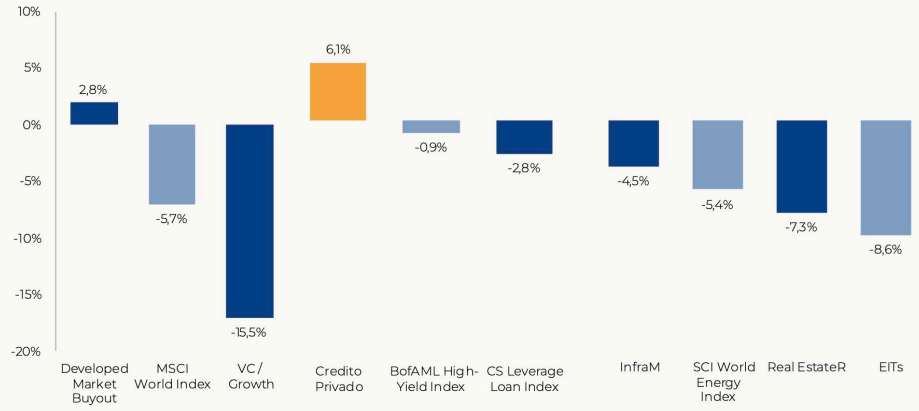
Por último, en la parte de **liquidez** estamos invertidos en repos y en pagarés de empresas, rentando a una media del 3% contra el 1,9% que genera la letra del tesoro española. Algunos nombres que nos gustan en pagarés son Urbaser, Técnicas Reunidas y Talgo. Aunque en Talgo ha habido algo de ruido mediático por el esperado cambio en el accionariado y por las tensiones financieras que soporta la compañía actualmente, siempre hemos tenido plena confianza en la robustez de sus pasivos, tratándose de una compañía de tanta calidad.

Es muy importante entender la gran diferencia que existe entre invertir en activos reales no cotizados o hacerlo a través de empresas cotizadas. Cuando invertimos a través del activo y no de una estructura empresarial, recibimos de forma directa los flujos de ese activo. Ello nos lleva a comportamientos como el que podemos ver en el índice que adjunto de JP Morgan (abajo), donde se ve que la categoría de infraestructuras cotizadas (**global listed infrastructure**) cae un 44% en 2008 vs menos de un 10% de los fondos brownfield de infra de JP Morgan **(IFF),** una diferencia sustancial.



Fuente: Presentación institucional infraestructuras JP Morgan.

Esto no sucede solamente en infraestructuras, sino también en real estate no cotizado, en deuda privada y en private equity, donde los beneficios de una mayor iliquidez son notables desde el punto de vista del riesgo. A continuación, podemos ver otro ejemplo en la deuda privada y su comportamiento a medio plazo (barra amarilla):



Fuente: Presentación comercial Oquendo Senior Loana 2022.

> *Después de septiembre tendrá lugar el primer comité de Icaria Patrimonio FIL, el cual será accesible solo para los partícipes del fondo*

ME DESPIDO

Seguimos analizando fondos, con la idea de seguir accediendo a vehículos de primer nivel. Por poner un ejemplo, el fondo más grande de Elliot (una de las mejores gestoras de alternativos del mundo) está actualmente cerrado, con un track record desde 1977 en el que solo hay dos años de pérdidas (un 4% en el 98 y un 7% en 2008) y con una rentabilidad anualizada en dólares del 12% (en euros es superior). Tenemos la expectativa de incluir este fondo entre nuestros activos a finales de 2025, y, en el caso de no ser posible, en 2026.

Estaremos siempre en busca de fondos como el mencionado, que actualmente no aceptan nuevas suscripciones pero que, en determinados momentos, fruto de la volatilidad o el carácter poco paciente de los partícipes, sí permiten nuevas entradas cuando hay inversores que deciden salir.

Muchas gracias por la confianza depositada en este proyecto.

El fondo Icaria PATRIMONIO FIL FI (ISIN ES0147415006) es un fondo inscrito en el registro de la CNMV con el número: 131 y con fecha de inscripción: 04/04/2025 en la categoría de Fondos de Inversión Global. Nivel de riesgo es 6/7 (siendo 7 riesgo muy alto). El Fondo está gestionado por Andbank Wealth Management SGIIC, S.A (Grupo Andbank). La entidad depositaria del fondo es Banco Inversis S.A. y la firma auditora del mismo es Capital Auditors and Consultants SL. El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de Icaria Capital Cartera Permanente FI. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral y trimestral, reglamento de gestión y CCAA). Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la página web de la gestora Andbank Wealth Management, SGIIC, S.A.U https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos/ y en la página web de la CNMV: https://www.cnmv.es La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en https://www.andbank.es.

Andbank Wealth Management, S.G.I.I.C., S.A.U. • CIF: A-78567153 • Calle Serrano, 37 - 1ª • Registro Mercantil de Madrid: Tomo 31.045, Folio 5, Sección 8ª, Hoja M-558.774 • Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV: nº 237

Icaria Patrimonio, FIL

Carta mensual - junio 2025

“El futuro es impredecible, parte de la clave del éxito en la inversión es tener un plan”

Comentario de Mercado Julio 2025

> *En el momento de escribir estas líneas, Icaria Patrimonio está cerca de los 15 millones de euros*

Escribimos este comentario para actualizar la situación en Icaria Patrimonio FIL. De ahora en adelante, todos los meses publicaremos un comentario sobre la situación del FIL y el desempeño de las inversiones subyacentes, una vez se conozca la valoración de todas las posiciones a cierre del mes inmediatamente anterior.

Me complace comunicar que ya se ha invertido un porcentaje sustancial de la cartera, aunque todavía tenemos un peso alto en liquidez. Aquí se da una situación peculiar, y es que, por la propia naturaleza de la mayoría de las inversiones, los procesos de suscripción son largos (y tediosos, en muchos casos). Debido a ello, desde el momento en que se decide cuánto se va a invertir en cada fondo y hasta que finalmente se hace el desembolso, el FIL sigue creciendo, por lo que el importe que se decidió invertir termina siendo pequeño en términos de asset allocation si lo comparamos con el patrimonio del FIL en el momento en el que finalmente se materializa la inversión.

Debido a esto, el peso de la Liquidez en la cartera se reduce más lentamente de lo esperado. Aunque esto es un pequeño inconveniente (que sólo está presente cuando hacemos la primera suscripción en un fondo, no en las suscripciones adicionales posteriores, que son mucho más rápidas), no deja de ser el reflejo de un éxito en la atracción de inversores a este proyecto. En el momento de escribir estas líneas, Icaria Patrimonio está cerca de los 15 millones de euros.

> *Algunos nombres que nos gustan en pagarés son Urbaser, Técnicas Reunidas y Talgo*

Algo que conviene aclarar es que la mayoría de las inversiones se hicieron con fecha 30 de junio, por lo que el desempeño de los diferentes fondos subyacentes a lo largo del mes de junio no tuvo un impacto en nuestra cartera. En cualquier caso, en este post ofrecemos los datos de rentabilidad “pro-forma” de la cartera asumiendo que ya hubiéramos alcanzado el asset allocation objetivo.

A inicios de junio, la cartera estaba compuesta en su totalidad por tesorería, que a lo largo del mes se fue movilizando en repos y pagarés con una rentabilidad media del 3%. Algunos nombres que nos gustan en pagarés son Urbaser, Técnicas Reunidas y Talgo.

Durante los meses de junio y julio estuvimos gestionando todo el papeleo para formalizar las suscripciones del FIL en fondos subyacentes.

A continuación se muestra la asignación de activos esperada para el cierre de julio y el objetivo de largo plazo:

	Julio 2025 (est.)	Objetivo
Liquidez	25%	5%
Private Debt	7%	11%
Real Asset	10%	12%
Hedge Funds	9%	12%
Private Equity	23%	30%
Equity Cotizado	25%	30%

No poder seguir el comportamiento de la cartera en tiempo real ayuda a evitar el estrés emocional y a no tomar malas decisiones financieras

El comportamiento de las inversiones en junio no ha afectado al FIL, ya que casi todas las suscripciones en los fondos subyacentes se hicieron al finalizar dicho mes

Los pesos definitivos de los activos en julio los conoceremos una vez se valoren los fondos subyacentes. Aquí conviene recordar que hay fondos que tardan varias semanas en reportar su valor liquidativo. En particular, los que más retraso llevan son los fondos de gestión alternativa (private equity, infra), que reportan cerca del final del mes siguiente, mientras que en los fondos de bolsa las valoraciones suelen estar disponibles dentro de los 15 días siguientes al cierre de mes. Esta circunstancia es la que nos impide hablar ahora sobre la rentabilidad de julio.

Sin embargo, este decalaje en la publicación de las valoraciones tiene su lado positivo, y es que creemos que contribuye a mantener la disciplina, tanto para el gestor como para el partícipe. No poder seguir el comportamiento de la cartera en tiempo real ayuda a evitar el estrés emocional y a no tomar malas decisiones financieras. En definitiva, es algo coherente con el planteamiento largoplacista de Icaria Patrimonio.

DESEMPEÑO DE LA CARTERA

Como ya hemos indicado, el comportamiento de las inversiones en junio no ha afectado al FIL, ya que casi todas las suscripciones en los fondos subyacentes se hicieron al finalizar dicho mes. Y, aunque el mes de julio ya ha finalizado, no conoceremos la valoración de muchos fondos subyacentes hasta la última semana de agosto, por lo que todavía no podemos hablar sobre la rentabilidad de julio.

Sin embargo, aunque de momento no podamos reportar una rentabilidad efectiva para los partícipes, nos parece un ejercicio muy interesante conocer cuál habría sido el comportamiento de Icaria Patrimonio en el mes de junio si todas las inversiones planeadas ya se hubieran acometido.

	Rentabilidad junio 2025
ICARIA PATRIMONIO	0,0%
Liquidez	0,1%
Private Debt	0,3%
Real Asset	-0,7%
Hedge Funds	-1,9%
Private Equity	-0,7%
Equity Cotizado	1,6%

Datos pro-forma no auditados. Se asume que la cartera de Icaria Patrimonio ya ha alcanzado su objetivo de asset allocation. Esta información se ofrece con fines ilustrativos y no es el reflejo de una rentabilidad efectivamente generada.

"Si no fuera por la caída del dólar frente al euro, la rentabilidad sería del +1,1%"

Icaria Patrimonio FIL: 0,0% en junio

(Datos pro-forma no auditados)

El dólar hizo bastante daño en junio, y en general en todo lo que llevamos de 2025. Si no fuera por la caída del dólar frente al euro, la rentabilidad sería del +1,1%. La caída del billete verde fue del 3,7% en junio.

A continuación se muestra el detalle de rentabilidad por categorías:

/ Liquidez: +0,1% en junio
(Datos pro-forma no auditados)

Se trata de tesorería y pagarés con una rentabilidad de un 3% de media, todos denominados en euros. Algunos nombres que nos gustan en pagarés son Urbaser, Técnicas Reunidas y Talgo. Aunque en Talgo ha habido algo de ruido mediático por el esperado cambio en el accionariado y por las tensiones financieras que soporta la compañía actualmente, siempre hemos tenido plena confianza en la robustez de sus pasivos, tratándose de una compañía de tanta calidad.

/ Private Debt: +0,3% en junio
(Datos pro-forma no auditados)

A modo de comparación, el iShares EUR High Yield Corp Bond UCITS ETF (bonos HY denominados en euros) hizo un +0,2% en junio. Merece la pena señalar que este ETF tuvo un drawdown del –6,6% durante el primer semestre de 2025, frente a sólo un -0,9% de Blackstone European Senior Loan Fund.

/ Real Assets: -0,7% en junio
(Datos pro-forma no auditados)

"El perfil de rentabilidad del fondo se asemeja a la de un fondo monetario pero con una yield significativamente mayor"

Uno de nuestros fondos preferidos dentro de esta categoría es GSA Student Portfolio. Es un fondo de inversión inmobiliaria en un nicho muy concreto pero de ámbito global: las residencias de estudiantes. Salvo correcciones puntuales, el perfil de rentabilidad del fondo se asemeja a la de un fondo monetario pero con una yield significativamente mayor. Ha generado una rentabilidad del 0,4% en junio (4,7% anualizado).

El peor comportamiento dentro de la categoría lo tuvo la pequeña exposición al oro, con un -2,8% en el mes.

Los hedge funds denominados en dólares están llamados a contrarrestar las caídas de la bolsa de EEUU

Cubrir el riesgo divisa tiene un coste para el inversor en euros, y esto se explica por el diferencial de tipos de interés libres de riesgo entre EEUU y la Eurozona

/ Hedge Funds: -1,9% en junio
(Datos pro-forma no auditados)

Comportamiento dispar entre los hedge funds de la cartera. Todos ellos siguen una estrategia de retorno absoluto o de beta condicional, pero no siempre reaccionarán de la misma manera en todos los entornos, y uno de los motivos es que están diseñados para compensar diferentes carteras de activos cotizados. En particular, los hedge funds denominados en dólares están llamados a contrarrestar las caídas de la bolsa de EEUU, mientras que los denominados en euros están pensados para diversificar carteras con activos que comparten esta divisa. Por eso, Icaria Patrimonio tiene exposición a hedge funds denominados en dólares (como Brevan Howard) y en euros (Transtrend MultiTrend).

/ Private Equity: -0,7% en junio
(Datos pro-forma no auditados)

Aunque el dólar tuvo un cierto impacto, lo cierto es que la rentabilidad subyacente (excluyendo el movimiento del tipo de cambio) de los fondos estuvo contenida durante el mes, si bien fue positiva (+0,6%). A destacar que el private equity no tuvo una caída tan abultada como la de la bolsa durante el segundo trimestre. Por ejemplo, Partners Group Global Value se dejó en torno a un 3% desde máximo a mínimo, frente a un -17% del MSCI World.

/ Renta variable cotizada: +1,6% en junio
(Datos pro-forma no auditados)

Eliminando el efecto divisa por la bajada del dólar frente al euro, la rentabilidad habría sido del 3,1% en el mes.

El comportamiento fue bastante dispar entre fondos, lo cual es positivo porque es un reflejo de la poca correlación que existe entre ellos. Entre los mejores del mes tenemos a Laughing Water (+7,9%) y Alta Fox (+7,3%), aunque la rentabilidad se vio negativamente compensada por la caída del dólar. Los que peor lo hicieron fueron Sextant Global Quality (-2,1%) y Fundsmith (-1,2%).

A modo de comparación, el índice MSCI World convertido a euros hizo un 0,6% en junio. Sin el impacto de la divisa, el retorno habría sido del 4,2%. Por su parte, el índice Stoxx 600 hizo un -1,2% en junio.

Dado el notable impacto del tipo de cambio en los resultados, conviene hacer un comentario sobre cómo se gestiona el riesgo divisa en Icaria Patrimonio FIL.

Lo cierto es que cubrir el riesgo divisa tiene un coste para el inversor en euros, y esto se explica por el diferencial de tipos de interés libres de riesgo entre EEUU y la Eurozona. No es éste el momento de dar una explicación detallada de este fenómeno, pero podemos resumirlo en que, mientras los tipos estén más altos en EEUU que en Europa, cubrir el riesgo de tipo de cambio EUR-USD tiene un coste para el inversor europeo. Actualmente este coste ronda el 2,4% para una cobertura a 3 meses, lo que es una auténtica sangría de rentabilidad.

Creemos que este coste debe ser asumido en inversiones con vocación de estabilidad. Es el motivo por el que invertimos en fondos que incluyen cobertura de la divisa, por ejemplo en deuda privada. Si compramos la clase denominada en dólares (sin hacer cobertura de la divisa), entonces el comportamiento de la categoría se vería demasiado influenciado por el tipo de cambio. Esto es algo que no deseamos en las inversiones en deuda ni en infraestructuras, pero nos parece asumible en la renta variable (cotizada y no cotizada), ya que las carteras subyacentes están muy diversificadas por divisa, es decir, los fondos invierten en compañías que generan ingresos por todo el mundo.

> *Los tipos de cambio entre divisas fuertes son cíclicos, sin una tendencia clara*

Respecto a los hedge funds, ya hemos comentado que preferimos diversificar mediante la compra de fondos denominados en dólares y fondos denominados en euros.

Por otro lado, los tipos de cambio entre divisas fuertes son cíclicos, sin una tendencia clara. Sin dejar de lado el objetivo de estabilidad del FIL, que es uno de los pilares de la estrategia, por el momento creemos que la volatilidad por tipo de cambio es algo que podemos asumir en private equity, en acciones cotizadas y en hedge funds. La alternativa, esto es, renunciar a más de un 2% de rentabilidad al año en coberturas, definitivamente no merece la pena.

Hasta aquí el comentario mensual. En el próximo, que se publicará a finales de agosto, comentaremos el desempeño de la cartera en julio, esta vez con rentabilidades que sí afectan directamente al partícipe.

Aún queda trabajo por hacer para llevar la cartera de Icaria Patrimonio FIL hacia donde queremos, a lo que seguirá una labor permanente de búsqueda de nuevas ideas que contribuyan a mejorar el perfil agregado de rentabilidad-riesgo. Conforme el FIL vaya ganando tamaño, más gestoras de prestigio nos irán abriendo sus puertas, dándonos acceso a vehículos inaccesibles para el inversor que quiere invertir directamente.

Muchas gracias por la confianza.

El fondo Icaria PATRIMONIO FIL FI (ISIN ES0147415006) es un fondo inscrito en el registro de la CNMV con el número: 131 y con fecha de inscripción: 04/04/2025 en la categoría de Fondos de Inversión Global. Nivel de riesgo es 6/7 (siendo 7 riesgo muy alto). El Fondo está gestionado por Andbank Wealth Management SGIIC, S.A (Grupo Andbank). La entidad depositaria del fondo es Banco Inversis S.A. y la firma auditora del mismo es Capital Auditors and Consultants SL. El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de Icaria Capital Cartera Permanente FI. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral y trimestral, reglamento de gestión y CCAA). Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la página web de la gestora Andbank Wealth Management, SGIIC, S.A.U https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos/ y en la página web de la CNMV: https://www.cnmv.es La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en https://www.andbank.es.

Andbank Wealth Management, S.G.I.I.C., S.A.U. • CIF: A-78567153 • Calle Serrano, 37 - 1ª • Registro Mercantil de Madrid: Tomo 31.045, Folio 5, Sección 8ª, Hoja M-558.774 • Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV: nº 237

Actualización 18-agosto-2025

Visión de los mercados privados a mitad de 2025

(carta del gestor de Icaria Patrimonio FIL)

Tras leer y escuchar la opinión de los mejores gestores de activos privados, e incorporando mi propia experiencia en esta categoría de inversiones, comparto mis impresiones sobre la situación actual en los mercados privados.

La lectura del momento es que estamos en una fase de **ajuste ordenado**. Coexisten tres cosas que, juntas, cambian el tono del mercado: aranceles más altos que hace unos años, un ciclo de **tipos a la baja** ya en marcha o a punto de arrancar en las grandes economías, y un poco más de **visibilidad** regulatoria y comercial gracias a acuerdos que se han ido cerrando. Esa mezcla, lejos de paralizar, debería reactivar la actividad en mercados privados: más operaciones de compra cuando el precio y la financiación encajan, un **M&A** que mantiene el pulso y una ventana de salidas a bolsa que, sin ser eufórica, está más abierta que el año pasado. Cuando el coste del dinero afloja y las reglas del juego son más previsibles, la rueda de las transacciones vuelve a girar.

En **EEUU**, la combinación es paradójica pero manejable: los **aranceles** añaden cierta fricción al crecimiento y algo de presión en precios—sobre todo porque los bienes "core", que llevaban tiempo siendo un freno a la inflación, han dejado de hacerlo—, pero el **mercado laboral** da señales de enfriamiento gradual y eso abre la puerta a que la Reserva Federal empiece a recortar para equilibrar empleo e inflación. No hablamos de una carrera a la baja, sino de un aterrizaje de tipos que alivie condiciones financieras sin desanclar expectativas. En **márgenes empresariales** se nota el tirón: muchas compañías han ido pasando costes al consumidor con relativo éxito, y con los tipos algo más bajos el respiro en intereses debería mejorar la situación financiera y el ánimo de los inversores.

https://t.me/IcariaPatrimonio

La pata fiscal también cuenta. El **paquete tributario** más reciente en EEUU no es un estímulo inmediato, pero suma crecimiento a partir de 2026 al aumentar la renta disponible neta de los hogares. Evidentemente, tensará el **déficit**, pero parte del bache se compensa con ingresos arancelarios y con el propio ciclo: si la actividad y los mercados repuntan, la recaudación mejora. En conjunto, sale un cuadro de "menos viento en contra por tipos, algo de viento a favor por impuestos, y disciplina para no pasarse con el déficit".

En **Europa** la situación es algo más constructiva, relativamente hablando. Por un lado, el BCE ya ha avanzado recortes y es razonable pensar en tipos más bajos durante más tiempo, comparado con lo que se descontaba hace un año; por otro, algunos países han virado a un tono fiscal menos contractivo de lo esperado. Resultado: **condiciones financieras más amables** y, lo más importante, múltiplos de entrada que, en promedio, resultan más atractivos que en EEUU. Además, la nueva financiación en Europa ha visto una reducción de *spreads* y un aumento en el apalancamiento disponible, lo que—con cabeza—permite estructurar operaciones con perfiles de retorno interesantes sin asumir locuras en el riesgo.

Con ese telón de fondo, ¿qué se espera en **private equity**? Una menor dependencia del re-rating (expansión de múltiplo) y más foco en **mejoras operativas reales**: pricing power selectivo, digitalización de procesos, compras "*buy-and-build*" para ganar escala y mix, escisiones (*carve-outs*) de empresas que quieren simplificar su balance, y exclusiones de bolsa (*take-private*) puntuales cuando la brecha entre valor intrínseco y cotización lo justifica.

En **private credit**, el mensaje es simple: los **rendimientos "*all-in*"** siguen atractivos en EEUU y Europa. Es verdad que en EEUU se ha comprimido algo el diferencial o *spread*, y en Europa el tipo libre de riesgo ha caído un poco más, pero el cupón total continúa siendo interesante para un riesgo *senior* bien estructurado. Si el ciclo de recortes de tipos avanza, se **mejora la cobertura de intereses** de las compañías y se reduce la probabilidad de que surjan tensiones de liquidez. Eso sí, conviene ser selectivo con la **documentación** (*covenants* que protejan de verdad), priorizando **estructuras** de amortización y garantías que no dependan de escenarios de perfección. La competencia de la financiación sindicada de los grandes bancos volverá, pero aún hay un hueco amplio para originación directa con relaciones de largo plazo.

https://t.me/IcanaPatrimonio

Donde hay un claro viento de cola estructural es en **infraestructuras**. Aquí se juntan tres fuerzas: **incentivos** públicos (y necesidad política de enseñar obra); **demanda eléctrica al alza** por el crecimiento de la IA, data centers y electrificación; y una **red** que necesita ***capex*** sostenido durante años para absorber ese cambio. Son activos de duración larga, sensibles a tipos, sí, pero precisamente por eso el descenso progresivo de las tasas les cae como anillo al dedo. Mientras la inflación sea controlable, los contratos regulados o de largo plazo dan visibilidad y protegen el perfil de rentas. A esto hay que añadir que la ocupación de ***data-centers*** en mercados clave sigue en niveles muy ajustados: eso sostiene *pricing* y *pipeline* de proyectos.

Volviendo a la **actividad** pura y dura: en *buyouts* ya se ve más flujo de operaciones, con valoraciones que han corregido a niveles interesantes y financiación que, sin ser barata, es más digerible que hace un año. En **M&A**, se anticipa una "resiliencia sin exuberancia": hay transacciones, pero los equipos de inversión priorizan calidad y sinergias claras; los deals oportunistas con poca tesis se filtran mucho más. En las salidas a bolsa (**IPOs**), la reapertura es selectiva: los nombres con crecimiento visible, márgenes creíbles y gobierno corporativo sólido son los que encuentran demanda; el resto deberá seguir madurando en privado.

No todo son vientos a favor. Entre los potenciales **riesgos** están: (1) **inflación pegajosa** si los aranceles terminan filtrándose más de lo previsto a precios finales; (2) **geopolítica** elevando primas de riesgo y el coste de la energía; (3) **errores de política monetaria**; y (4) una **bajada de beneficios** más profunda si el crecimiento flojea.

Para gestionar estos riesgos, tres anclas a las que agarrarse: **estructuras prudentes** de deuda (ser exigente con los *covenants*), **planes de creación de valor con palancas concretas** (acciones medibles en 100 días) y **diversificación** por geografías y sectores que no dependan todos del mismo driver macro.

Resumiendo: tipos más bajos, más claridad y valoraciones más razonables, especialmente en Europa, crean un entorno donde *buyouts*, M&A e IPOs pueden seguir recuperando; el crédito privado ofrece un *carry* atractivo con protección estructural si eliges bien; y la infraestructura tiene un viento de cola de décadas. No es momento de perseguir lo que se mueva; es momento de comprar bien, mejorar bien y financiar bien.

https://t.me/CariaPatrimonio

Críticas adicionales (agosto-2025)

Crítica de J. E. (Gestor Patrimonial)

(comentario del autor, en color rojo)

Te cuento puntos a considerar (debilidades que pueda tener Icaria Patrimonio FIL):

Riesgo Gestor y Gestión Activa: Tienes razón en que el gestor delega la gestión de los activos en especialistas, pero el éxito del FIL depende crucialmente de su labor como selector de fondos y asignador de activos (asset allocator). Aunque el fondo es de reciente creación, ya ha realizado modificaciones en la cartera de fondos subyacentes. Si bien esto demuestra una gestión activa y una búsqueda constante de las mejores opciones, también subraya el "riesgo gestor": el éxito del fondo dependerá en gran medida de la habilidad de Carlos Santiso para seguir seleccionando los vehículos adecuados y ajustar los pesos de manera oportuna. No es una estrategia pasiva de "comprar y mantener" los 20 fondos iniciales.

Totalmente de acuerdo. Ahí entra la confianza del partícipe en un gestor con más de 10 años de experiencia en este tipo de inversión alternativa, esta filosofía endowment, en este caso, a día de hoy, desde el Family-Office que gestiona.

Expectativas de Rentabilidad y Riesgo: Las cifras que se manejan (un 8% neto anual con un 7% de volatilidad y un 12% de drawdown) son, ciertamente, espectaculares. Sin embargo, es fundamental considerarlas con cautela. Estas proyecciones se basan en el comportamiento histórico de los fondos subyacentes, a menudo en un entorno de tipos de interés a la baja y con vientos de cola para muchos activos. El contexto macroeconómico actual y futuro podría ser muy diferente. Lograr una rentabilidad similar a la de la bolsa con menos de la mitad de su volatilidad de forma sostenida es un objetivo muy ambicioso, y **sería prudente estar preparado para periodos en los que la volatilidad sea mayor o la rentabilidad menor a la proyectada.**

Es cierto que desde hace casi 15 años, los tipos de interés son muy bajos o incluso negativos. Eso ha beneficiado a ciertos fondos de renta variable, y ha podido perjudicar a

https://t.me/IcariaPatrimonio

otros de Deuda Privada, con retornos más ligados a los tipos. Ahora mismo, volviendo a la senda del 2% en Europa y con futuras rebajas en EEUU, podemos esperar pocos sobresaltos, aunque sin ninguna certeza a medio plazo. También hay activos dentro de Icaria Patrimonio a los que no les afectan tanto los tipos de interés, y otros que están incluso ligados a la inflación. Del mismo modo, hay quien sostiene que la bolsa debería vivir, más pronto que tarde, una "reversión a la media", por lo que también descartaríamos esos retornos del 8-9% en la renta variable tradicional y en los índices.

Liquidez Trimestral: Sigue siendo el principal inconveniente práctico. Aunque para una inversión a largo plazo no debería ser un problema, limita por completo la capacidad de reacción ante imprevistos personales o cambios de estrategia que requieran una reasignación de capital más ágil.

Sin duda, si el partícipe desea hacer reembolsos habituales, o tiene pensado asignar un capital que no quiera exponer al largo plazo, Icaria Patrimonio no es su fondo. De ahí que Icaria Patrimonio no debería formar parte de ningún fondo de emergencia ni de ninguna inversión que requiera reembolsos en periodos de incertidumbre personal.

Complejidad y Transparencia: Al ser un fondo de fondos alternativos, la transparencia sobre las posiciones finales es menor que en un fondo tradicional. Conocerás los fondos en los que invierte.

De nuevo, muy cierto. La opacidad de muchos de los fondos alternativos es un hecho, y al inversor minorista sólo le queda confiar en el gestor, y leer las cartas mensuales con la evolución de sus activos, pero no podrá conocer el día a día de cada operación detrás de cada gestora de alternativos.

Sobre la exposición y el peso en cada cartera: Si bien es un fondo diseñado para ser una solución diversificada en sí mismo, sigue siendo un único vehículo gestionado por un único equipo. Una exposición elevada a un solo fondo, por muy bueno que sea su planteamiento, supone una **concentración de riesgo gestor considerable**. Podría ser prudente valorar si una asignación elevada es la más adecuada o si sería preferible diversificar entre varias estrategias o gestoras para no depender tan significativamente del éxito de un solo proyecto. Aunque el FIL contenga 20 fondos, el "cerebro" que decide las proporciones y la entrada o salida de los mismos es uno solo.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Uno de los puntos más importantes a considerar. ¿Qué peso de Icaria Patrimonio debería ser el adecuado para un inversor? Independientemente de que el inversor sea conservador o agresivo, ¿qué porcentaje del patrimonio recomendaría el gestor, de forma honesta, que se invirtiese dentro de Icaria Patrimonio FIL? Buena pregunta, a consultar en el futuro con el gestor.

Conclusión: Icaria Patrimonio FIL es, sobre el papel, un muy buen producto y una oportunidad única para el inversor minorista de acceder a un tipo de gestión reservado a grandes patrimonios e instituciones. Su filosofía de buscar la máxima rentabilidad por unidad de riesgo es la correcta, especialmente para un inversor en una etapa vital que acepte un perfil de riesgo más conservador. Sin embargo, **ningún fondo es "perfecto"**. Sus puntos débiles son la **iliquidez** inherente a su estrategia, la **complejidad** de los activos y el **riesgo concentrado en un solo gestor,** que debe tomar las decisiones correctas en la selección y ponderación de los fondos. Considerando esto, aunque un partícipe sea muy fan del proyecto, la prudencia aconsejaría no darle un peso dominante a una sola estrategia, por muy diversificada que sea internamente. Quizás otorgarle un máximo del 30% o 40% de la cartera total, y diversificar en otros vehículos que también aporten una tranquilidad similar, incluso dentro de la misma filosofía de inversión alternativa, si así lo desea el inversor. El objetivo del 8% anual con una volatilidad del 7% es posible, pero no es algo que se deba dar por sentado. **La gran ventaja del fondo no es tanto alcanzar esa cifra exacta, sino la probabilidad de que cuando los mercados tradicionales sufran caídas fuertes, el comportamiento de tu cartera sea mucho más estable y las pérdidas, si las hay, sean notablemente inferiores.** Ese es el verdadero valor que aporta, por eso tiene algo de sentido distribuir algo el peso de Icaria en otras asignaciones al mercado tradicional de bolsa.

Muy buena crítica, de las mejores. Una visión crítica pero fundamentada, seguro que sirve al partícipe para ponderar mejor los riesgos y tomar la mejor decisión para su patrimonio. Muchas gracias, J. E.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Crítica de Juan (miembro del grupo de Telegram)

(comentario del autor, en color rojo)

Hoy quería compartir una reflexión sobre los puntos débiles que más me preocupan de Icaria Patrimonio FIL. Creo que no voy a sorprender con nada nuevo, ya que están comentados, pero me sirven para reflexionar sobre ellos.

La iliquidez; A día de hoy no me preocupa demasiado, pero puede ser clave en el futuro, sobre todo si el partícipe necesita disponer del dinero. Aunque nos dicen que podemos salir cada trimestre, la mayoría de los fondos en los que invierte Icaria Patrimonio tienen "*gates*" que limitan los reembolsos. Si hubiera un gran estrés en el mercado y muchos quisieran salir a la vez, podrían bloquear las salidas. Y eso significa que el inversor podría quedarse atrapado justo cuando más falta le hiciera recuperar el capital.

Sobre la iliquidez en momentos de estrés, y bloqueos de salidas, es un factor importante, no cabe duda. Hay que tenerlo muy en cuenta. La clave entonces estaría en asignar un porcentaje de nuestras carteras a algo más líquido, por ejemplo, la Cartera Permanente. Con Icaria Patrimonio, no nos queda más remedio que aceptar ese riesgo de liquidez, comprendiendo al mismo tiempo que la cartera en su conjunto es bastante conservadora, y que en momentos de pánico de la renta variable, cuando caiga un 20% o más, nosotros nos dejaremos apenas un 5% por el camino. Con eso deberíamos superar el miedo a la iliquidez.

Los costes reales; Esto ya lo viví cuando invertía en Value, donde los costes eran bastante altos comparados con la indexación. En su momento pensaba; *"dame una rentabilidad neta de doble dígito y cóbrame lo que quieras"*. Pero con el tiempo te das cuenta de que esas rentabilidades son excepcionales, y las comisiones se llevan un buen mordisco. Aunque el TER oficial de Icaria es del 1,06%, si sumamos los costes de los fondos subyacentes, el total se va por encima del 3%. Eso implica que para obtener un 8% neto, el fondo tiene que generar un 11% bruto. Y sinceramente, en mi experiencia, los fondos gestionados rara vez han dado la rentabilidad que prometen.

La rentabilidad real esperada es el punto de mayor incertidumbre (no así la volatilidad o el drawdown), porque aunque tenemos datos netos de los fondos, son del pasado, en escenarios que pueden cambiar rápidamente. Lo estamos viviendo este año, desde la

https://t.me/IcariaPatrimonio

divisa a la falta de confianza en EEUU, pasando por un cambio de paradigma hacia Europa o emergentes en la próxima década. Por mi parte, me interesa mucho más que nos acerquemos a un porcentaje cercano al 90% de años positivos, con los muy malos años cerrando entre el 1-4%, los normales entre el 5% y el 8%, y los muy buenos entre el 9% y el 15%. Prefiero eso, a que tengamos un 75% de años con un 8% anual y luego un 25% de años en negativo, con una beta alta al MSCI World y similares. Es una opción personal, claro. Muchos pueden preferir perder 1 de cada 4 años, si los otros tres obtienen retornos de doble dígito.

Los backtests; Icaria Patrimonio puede acabar sufriendo lo mismo que Return Stacked Offroad, que los backtests no reflejen la realidad diaria de estar invertido. Estos modelos están afectados por el *sesgo de supervivencia*, se construyen con los fondos que han sobrevivido, pero muchos otros han desaparecido por malos resultados. Nadie nos garantiza que todos los fondos actuales vayan a seguir vivos dentro de 10 años. Y si alguno cae, el resultado será muy distinto al del backtest, que no contempla ningún "*fondo muerto*". Lo justo sería incluir esa variable y ajustar el riesgo, la volatilidad y la rentabilidad teniendo eso en cuenta.

El sesgo de supervivencia, está ahí, es inevitable. Frente a eso, no nos queda otra que confiar en aquellos fondos que llevan 15-20 años demostrando solidez, y para los fondos más recientes, de menos de 10 años de recorrido, confiar en que el gestor sabrá hacer rotaciones y rebalanceos apropiados. Toda inversión, al fin y al cabo, es confianza. Incluso con los indexados, confiamos en el todopoderoso mercado y su tendencia alcista a largo plazo, que nos ofrezca retornos similares a los últimos 100 años (cosa que podría no suceder en cualquier momento) Vamos, que el sesgo de supervivencia en esos 20 fondos, existe, no cabe duda. El gestor no nos ha dicho todos los fondos que no lograron sobrevivir en cada categoría desde 2007. Sería infinito. Sólo nos queda estar atentos, expectantes, un poco escépticos y por mi parte, también confiado.

Caídas importantes en algunos fondos; Indépendance et Expansion cayó un -64,6% en 2008. Laughing Water se dejó un -31,7% en 2022. Sohra Peak ha tenido un 2024 bastante flojo por su exposición fuera de EE.UU. Un mal año de cualquiera de estos puede afectar de forma seria a la estrategia global.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Con respecto a los fondos sueltos y sus drawdowns potentes, me encantaría saber el porcentaje concreto de cada fondo dentro del FIL. Por ejemplo, sabemos que el Sextant Quality Focus es un 1,8% de Icaria Patrimonio. Podríamos hacer una extrapolación ponderada por activos (página 68 del dossier, aunque ahí faltaban un par de fondos por conocer), lo que nos dejaría un panorama donde el mayor fondo sería el Partners Group y el Hamilton Lane de Private Equity, con un 15% aproximado cada uno.

El riesgo del gestor; Al final, todo depende de la selección de fondos que haga Carlos Santiso. Y nosotros, que invertimos a largo plazo… ¿dónde estará Carlos dentro de 10 años? Es una pregunta que no podemos ignorar.

Otra verdad a considerar, por supuesto. Si el sucesor de Carlos no deja bien clara su filosofía, y por ejemplo quiere aumentar el perfil de riesgo del FIL, lo sabríamos con muchos meses de adelanto, así que podríamos decidir si quedarnos o irnos.

Los puntos débiles se van repitiendo, crítica a crítica. Muchos de ellos son compartidos con otros fondos. De hecho, con cualquier fondo de gestión activa o semilíquido. Siempre es positivo volver a recordar esos puntos débiles, reflexionar sobre ellos y estar muy atentos a los cambios mensuales que se vayan produciendo en el FIL.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Blackstone European Senior Loans (28-agosto-2025)

https://www.icariacapital.es/post/deuda-privada-blackstone-european-senior-loans-icaria-patrimonio-fil

Os adjunto el comentario mensual de Altamar sobre uno de los fondos en los que invierte **Icaria Patrimonio FIL**, ya que me parece interesante para que los partícipes se familiaricen con este tipo de vehículos.

Es un fondo que va dentro de la parte conservadora de la cartera, en la categoría de **deuda privada** de Icaria Patrimonio FIL. Sería al equivalente de un fondo de renta fija en vehículos cotizados. El **trackrecord** es el que veis en la imagen, el cual poniendo en contexto que venimos de tipos negativos, es **sobresaliente**.

Este fondo **no tiene riesgo de tipos de interés**, debido a su caracter flotante. Ese es el motivo por el que en uno de los peores años en la renta fija corporativa de larga duración (2022) apenas ha sufrido por tipos de interés.

https://t.me/icariapatrimonio

Monthly Net Returns[9]

(%)

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2008												0.04	**0.04**
2009	0.36	0.25	0.28	4.23	7.34	2.20	4.29	1.91	2.16	(0.15)	0.97	1.62	**28.32**
2010	2.16	(1.05)	1.41	1.45	(2.63)	(0.95)	2.19	0.57	0.57	1.38	(0.08)	1.64	**6.75**
2011	2.48	1.21	0.32	0.38	0.40	(1.27)	(0.36)	(3.08)	(2.17)	3.62	(1.50)	0.60	**0.44**
2012	2.87	0.71	1.05	0.55	0.55	0.00	0.78	1.13	0.37	0.67	0.67	0.68	**10.47**
2013	0.73	0.30	0.73	0.78	0.20	(0.69)	0.84	0.96	0.96	0.91	0.99	0.53	**7.48**
2014	0.70	0.52	0.09	0.12	0.80	0.46	0.13	0.23	(0.11)	(0.26)	0.42	(0.16)	**2.99**
2015	0.61	1.01	0.64	0.64	0.48	(0.32)	0.46	(0.18)	(0.13)	0.25	0.09	(0.09)	**3.50**
2016	(0.26)	(0.95)	1.97	0.90	0.74	(0.61)	1.30	0.50	0.37	0.35	0.04	0.17	**4.60**
2017	0.63	0.47	(0.71)	0.14	0.66	(0.02)	0.19	(0.16)	0.46	0.48	(0.07)	(0.08)	**2.00**
2018	0.41	0.22	(0.05)	0.47	(0.25)	(0.56)	0.59	0.31	0.43	0.34	(0.62)	(0.96)	**0.30**
2019	0.61	0.81	0.21	0.99	0.15	0.21	0.41	0.39	0.46	(0.46)	0.14	0.85	**4.85**
2020	0.77	(0.85)	(12.85)	6.61	3.01	1.56	0.65	1.10	0.65	0.22	2.78	0.45	**2.93**
2021	0.74	0.74	(0.09)	0.30	0.35	0.12	0.04	0.44	0.23	0.11	0.21	0.26	**3.50**
2022	0.26	(1.27)	0.38	(0.42)	(2.64)	(4.19)	2.74	2.01	(3.85)	(0.39)	3.81	0.23	**(3.60)**
2023	3.10	0.82	(0.28)	1.26	0.74	0.44	1.31	1.53	1.18	(0.64)	0,97	1.52	**12.56**
2024	1.66	0.29	0.29	0.96	1.41	0.23	0.99	0.58	0.41	0.70	0.90	0.64	**9.42**
2025	0.97	0.75	-0.55	-0.28	1.38	0.11	0.42						**2.84**

A cierre de julio la tasa de retorno (yield) descontada a 3 años del fondo **era del 5.7%**, y el patrimonio del mismo se situaba en los €1.874 Millones. El fondo **subió un +0.4% durante el mes de julio**, situando la rentabilidad en lo que va de año a cierre de julio en +2.8%.

Tras un año tan complicado como 2022 en el cual los préstamos europeos no fueron inmunes a la volatilidad del mercado de crédito, los últimos años han sido de recuperación del crédito. **En 2022**, el carácter flotante del activo supuso que **los Senior Loans tuvieran un comportamiento mucho mejor que los bonos**, tanto Investment Grade como High Yield, que cayeron -13.7% y -11.6% durante el año, respectivamente.

Dicho esto, su estatus senior en el orden de prelación de la deuda no se vio reflejado en una mejor evolución relativa del spread de los Senior Loans respecto a los bonos en 2022, ya que por el contrario los spreads de los préstamos se ampliaron más que los de los bonos durante 2022. Y pese a que en 2023 y 2024 vimos una cierta reversión de esta situación, en 2025 esta anomalía todavía no está normalizada. Como se puede ver en la tabla adjunta los spreads de HY ya están -81 Pbs por debajo del spread que tenían en noviembre de 2021, mientras que el spread de los Senior Loans está +38 Pbs más amplio; lo que implica un diferencial de spread entre ambos de 119 Pbs vs los 10 Pbs que había en 2021.

La yield ofrecida a cierre de julio por el fondo, que era del 5.7%, junto a su carácter flotante (no expuesto a tipos), su estatus senior (recordar que **el fondo solo invierte en préstamos First Lien**), y una tasa de defaults esperada baja, supone sin duda una buena oportunidad de inversión para quienes no tengan exposición al activo, o tengan una exposición baja al mismo.

Aunque es cierto que un escenario de posible ralentización económica se traduce en menores beneficios, eso no implica que vaya a haber un incremento masivo de los defaults en el mercado de Senior Loans, gracias, como veremos más adelante, a los niveles más conservadores de equity sobre el valor total de las compañías en las transacciones de Private Equity y al Dry Powder de estos fondos; y en todo caso, el activo que más puede sufrir ante esta situación es el equity, vía valoraciones.

https://t.me/IcariaPatrimonio

La situación actual de los spreads implica una cierta desconexión entre la tasa de impagos implícita por los actuales spreads y los realmente esperados, donde, como referencia, Credit Suisse/UBS espera una estabilidad de la tasa de defaults en Europa, manteniéndose a futuro en el 1.5% actual hasta finales de 2025.

Y no hay que olvidar que en los peores años de la historia del activo en Europa (2009 y 2012 tras la crisis de Lehman y de la Eurozona), la tasa de pérdida efectiva se situó en algo más de la mitad de la yield que está pagando actualmente el activo.

Para entender el atractivo de los Senior Loans europeos, es primordial en primer lugar, recordar el lugar que los préstamos senior ocupan en el orden de prelación en la estructura de capital de la empresa. **Los préstamos son el elemento de la estructura de capital con mayor protección (más que los bonos), y son los primeros en cobrar en caso de insolvencia.**

Adicionalmente, es importante destacar dos elementos fundamentales de la situación de los Senior Loans (préstamos sindicados a grandes compañías) en el entorno actual, que reducen enormemente la probabilidad de que se produzcan defaults:

1. Los niveles de Equity sobre el valor total de la compañía están en este ciclo en torno al 45-50%, vs 30% en 2007. Esto implica que los fondos de Private Equity, que son los principales propietarios de las compañías que emiten estos préstamos, han aportado un enorme colchón de valor que tendría que ser destruido por completo antes de que el valor de los bonos de la compañía y posteriormente los préstamos fuesen afectados.

2. Los fondos de Private Equity, que como comentábamos son los propietarios de la gran mayoría de las empresas que han emitido préstamos, tienen hoy un volumen récord de dinero para invertir (Dry Powder), y van a apoyar a sus compañías (con inyecciones de capital si fuese necesario) en aquellos casos en los que la coyuntura económica representa un problema temporal y no estructural; ya que no van a dejar que los acreedores de dichas compañías (bonistas y/o prestamistas) se queden con las mismas por un problema transitorio.

Pero quizás más importante, independientemente del mercado de Senior Loans en general, es recordar la gestión conservadora del fondo Blackstone European Senior Loan Fund. **El fondo invierte únicamente en préstamos Senior Secured 1st Lien** con un

https://t.me/IcariaPatrimonio

claro sesgo hacia máxima calidad y liquidez, y con el 100% de las emisiones con rating de S&P y/o Fitch. Es decir, **no invierte nada en préstamos 2nd Lien, ni en Bonos, ni en ningún tipo de deuda subordinada (Mezzanine), ni en crédito estructurado (CLOs, ABS, etc).** Y esta gestión conservadora ha supuesto que haya superado con éxito todos los momentos de estrés que han surgido en estos últimos 17 años (que no han sido pocos).

En línea con su gestión conservadora, **los sectores donde más peso tiene el fondo son sectores defensivos y resilientes ante una desaceleración económica**; en concreto los dos principales sectores del fondo son Salud/Farma (22%) y Telecomunicaciones/ Cable (10%).

Como se ha visto durante los últimos 36 meses, este posicionamiento conservador es muy relevante en un activo de carry como los Senior Loans que tienen una pérdida efectiva real tan baja, y donde el precio tiende a recuperarse muy rápidamente tras una corrección una vez los mercados empiezan a normalizarse.

Como comentábamos al principio, la yield ofrecida actualmente por el fondo (5.7% en base al Euribor/Libor actual), junto con su carácter flotante, su estatus senior, y la baja tasa de defaults esperada, creemos supone una buena oportunidad de inversión para quienes no tengan exposición al activo, o tengan una exposición baja al mismo.

El volumen de emisiones en el mercado primario de Senior Loans en Europa fue de €15.1 Bn en el mes de julio y de €87.7 Bn en lo que llevamos de año; y de este volumen, en julio un 40% han sido nuevas emisiones para la financiación de fusiones y adquisiciones (“Acquisition Finance”), y a lo largo del año representan un 32%.

La volatilidad en los mercados de renta variable y el aumento de los tipos de interés ha supuesto que se ralenticen las operaciones de Private Equity (por ampliación del diferencial del precio que el vendedor pide y lo que el comprador quiere pagar), y eso está suponiendo a su vez una ralentización de amortizaciones y emisiones de primario en el mercado de Senior Loans para la financiación de los mismos.

Durante el mes de julio, el volumen de operaciones del fondo fue de €220 millones. El volumen de compras fue de €113 millones (6.0% del NAV), de los cuales €47 millones

https://t.me/icapatrimonio

(2.5% del NAV) fueron compras en secundario y €66 millones (3.5% del NAV) fueron compras en el mercado primario, y €107 millones (5.7% del NAV) fueron ventas.

Las operaciones más destacadas realizadas por el fondo durante el mes fueron:

• **Walgreens Boots Alliance** – Primario – Compra de €10 millones (0.5% del NAV). Walgreens Boots Alliance (WBA) es una empresa estadounidense, con sede en Deerfield, Illinois y propietaria de las cadenas de farmacias minoristas Walgreens y Boots, así como de otras empresas de fabricación y distribución de productos farmacéuticos. La compra en 2014 de la europea Alliance Boots por parte de Walgreens le convirtió en uno de los mayores grupos del mundo en este ámbito. Cotiza en el Dow Jones y el S&P500 con una capitalización bursátil de más de $ 10 Bn. Ingresos y EBITDA últimos 12 meses: €24.5 Bn y €1.1 Bn, respectivamente. Precio de compra 99.5, Euribor + 350. Rating B+.

• **Minimax Viking Group** – Secundario – Compra de €8.0 millones (0.4% del NAV). Minimax Viking, con sede en Alemania, es una de las empresas líderes a nivel mundial en protección contra incendios. Se formó en 2009 mediante la fusión de dos compañías con gran trayectoria en el sector: Minimax, fundada en 1902 en Alemania, y Viking, con sede en EEUU, especializada en sistemas de rociadores y de supresión de incendios. Las principales líneas de negocio de la empresa son: i) productos de protección contra incendios; ii) desarrollo de sistemas, gestión de proyectos, instalación y mantenimiento; iii) servicios para riesgos industriales y especiales; y iv) integración de sistemas. Viking tiene más de 10.500 empleados y tiene presencia en Europa, América y Asia. Ingresos y EBITDA últimos 12 meses: €2.6 Bn y €396 MM, respectivamente. Precio de compra 100.3, Euribor + 250. Rating B+.

La gestión del fondo, como saben, está centrada en invertir en préstamos Senior Secured 1st Lien de grandes compañías, con un claro sesgo hacia máxima calidad y retornos absolutos.

https://t.me/CanalPatrimonio

Presentación comercial

https://www.icariacapital.es/icaria-patrimonio

Esta página tiene caracter divulgativo y la información oficial de Icaria Patrimonio FIL la puedes encontrar en la página web oficial de Andbank, gestora del fondo donde se publicarán las cartas trimestrales y los comentarios mensuales. Accede a la página oficial aquí; https://andbank.es/boutiquehub/icaria/

Un fondo diseñado para **preservar** y hacer **crecer** tu patrimonio en cualquier entorno de mercado.

Filosofía de inversión

Icaria Patrimonio FIL nace con el objetivo de ofrecer a los inversores una solución robusta y diversificada, capaz de proteger el capital en épocas de incertidumbre y, al mismo tiempo, generar rentabilidades atractivas en el largo plazo.

Hace siglos el Talmud nos decía: "*Una persona debe dividir su dinero en tres partes*"

1) Tierras

2) Negocios

3) Dinero

Esto, trasladado a hoy;

1) Activos Reales (tierras)

2) Empresas privadas y cotizadas (negocios)

3) Deuda privada y cotizada (Dinero)

Por lo tanto podemos ver que el planteamiento de Icaria Patrimonio FIL viene de muy atrás, y es que en realidad, es puro sentido común.

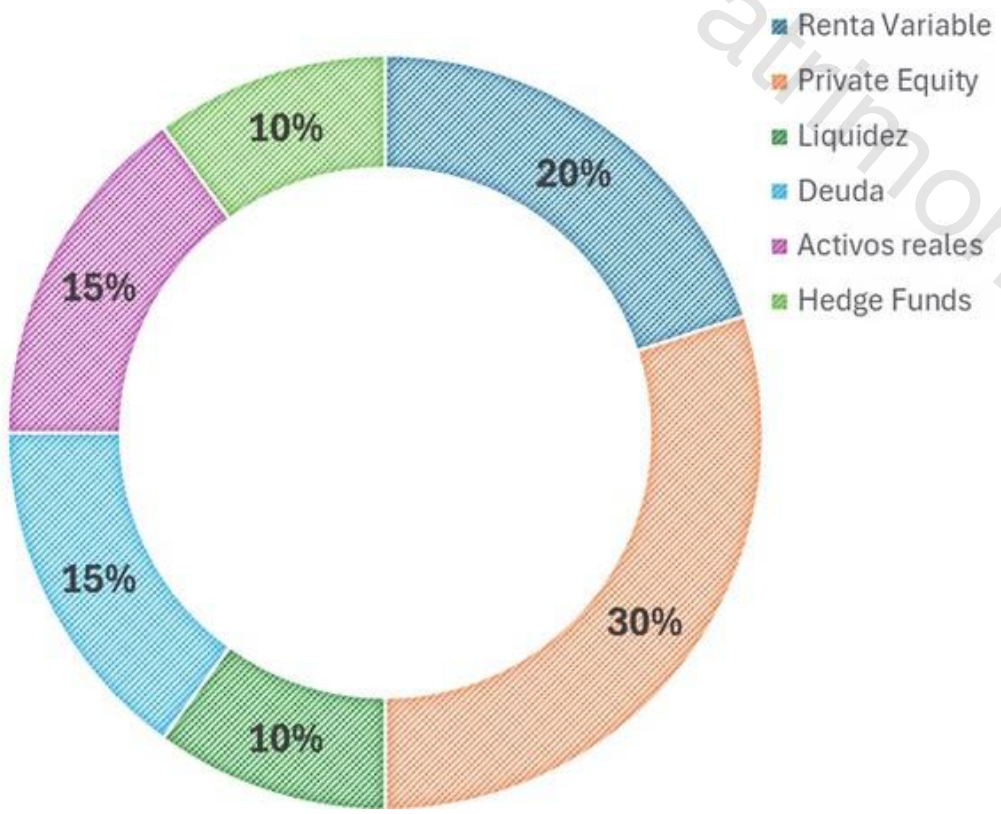
https://t.me/IcariaPatrimonio

El fondo está inspirado en el concepto de *endowment*, adaptado a la realidad de los mercados actuales, con la flexibilidad de incorporar fondos internacionales de primer nivel y gestores con el mejor *trackrecord* del mundo.

Estrategia del fondo

- **Diversificación global real:** exposición a renta variable, renta fija, activos reales y estrategias alternativas.
- Selección de **gestores de élite:** Icaria Patrimonio FIL invierte directamente en fondos reconocidos mundialmente por su consistencia y disciplina.
- **Gestión activa y control de riesgos:** con especial foco en mantener una volatilidad moderada y limitar las caídas en entornos adversos.
- **Visión a largo plazo:** pensado para ahorradores e inversores que buscan preservar y hacer crecer su capital de manera estable.

Para conseguir cumplir con su objetivo, el posicionamiento será una aproximación de lo que vemos a continuación (con ligeras posibles desviaciones en función del entorno de mercado y aportaciones)



https://t.me/IcariaPatrimonio

¿A quién va dirigido?

Icaria Patrimonio FIL es adecuado para:

- Inversores que buscan **preservar capital sin renunciar a rentabilidad.**
- Ahorradores de perfil **conservador o moderado** preocupados por la **inflación y la volatilidad.**
- Personas que valoran la **diversificación profesional** en fondos internacionales sin necesidad de gestionar múltiples productos.

Ventajas competitivas

- Acceso a **fondos internacionales exclusivos.**
- **Gestión independiente**, sin conflictos de interés.
- **Liquidez trimestral** con control de reembolsos.
- Estrategia adaptada al mercado español, pero con **visión y herramientas globales.**

Cuando hablamos de acceso a **"fondos internacionales exclusivos"** no es marketing, es una realidad. Varios ejemplos de fondos que forman parte de la cartera de Icaria Patrimonio FIL, son totalmente inaccesibles para el cliente minorista. Por ejemplo, el mínimo que pide **Brevan Howard** para invertir en su Hedge Fund es 10 millones de euros, en el caso de **Alta Fox** son 3 millones de euros, para el Hedge Fund de **Campbell** son 5 millones de euros. Y muchos casos más.

¿Que tienen de especial estos fondos?

Brevan Howard es un fondo que en 2008 tuvo una rentabilidad del 20% en dólares (en euros superior), cuyo principal objetivo en Icaria Patrimonio FIL es amortiguar las caídas en los momentos de riesgo, es decir, cuando caigan los activos de riesgo como la Renta Variable o equivalentes, que este perfil de fondo, llamado de beta negativa, suba. Si

https://t.me/IcariaPatrimonio

quieres profundizar en el concepto de este tipo de fondo, puedes hacerlo **en este artículo.**

Annual Performance in % Terms; Net of Fees[1]

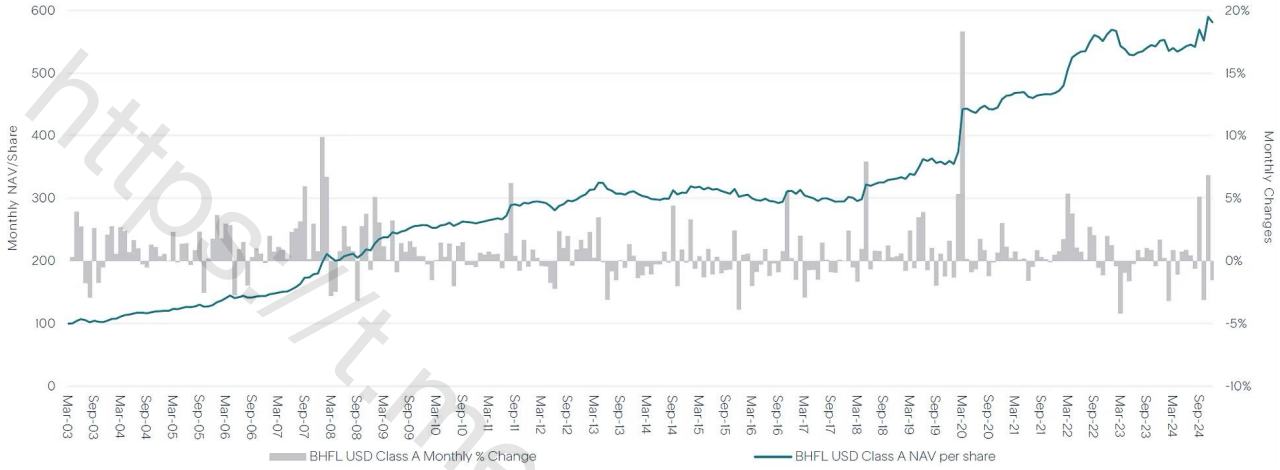
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
YTD	4.62	14.62	8.03	11.10	25.21	20.43	18.65	1.01	12.15	3.93	2.68	-0.79	-1.96	3.03	-5.40	12.40	8.49	27.41	2.09	20.11	-1.89	5.28

Performance Metrics[1]

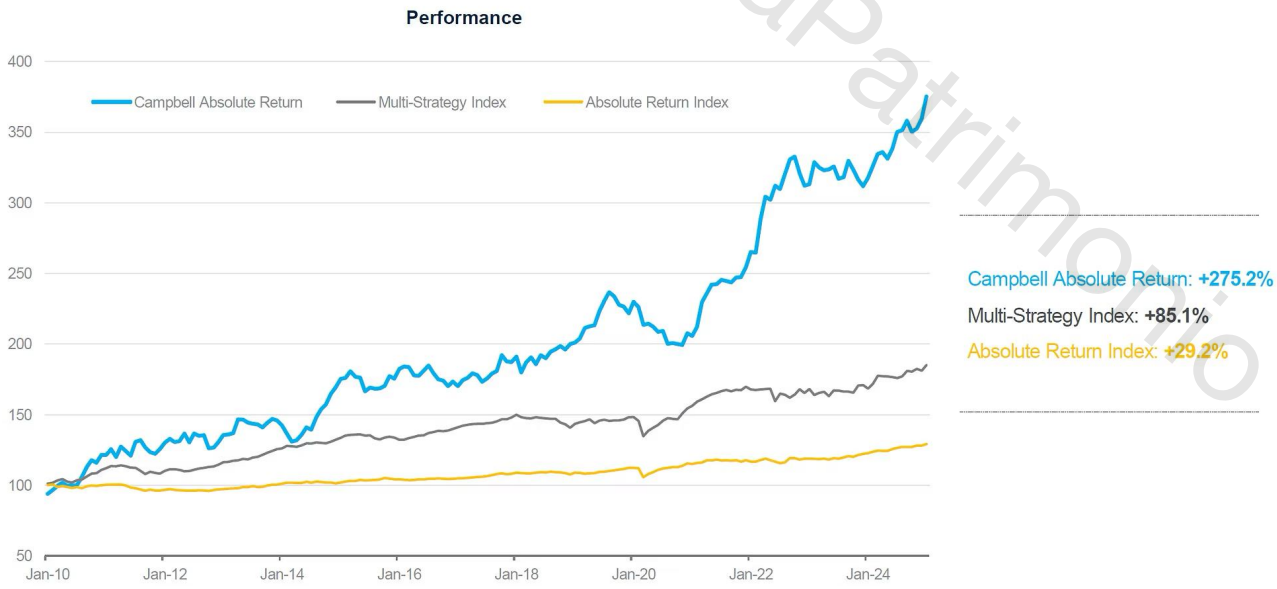
Net of Fees, Data as at 31 December 2024

Annualised Return	8.42%
Sharpe Ratio	1.06
Information Ratio	1.37
Annualised Volatility	6.14%

Monthly NAV per Share and Monthly % Change; Net of Fees[1]



Alta Fox, un anualizado a cierre de 2024 del entorno del 30% después de comisiones, y Campbell uno de los fondos de mayor consistencia con un trackrecord de décadas sin apenas años negativos, tan solo 3 años desde 2002.



Ya ves que las rentabilidades son extraordinarias, pero las buenas noticias son, que **estamos constantemente en contacto con gestoras de primer nivel**, para incorporar nuevos fondos con un binomio rentabilidad-riesgo extraordinario. Mes a mes iremos comentando los análisis y oportunidades que estamos encontrando de cara a incorporar

https://t.me/IcaniaPatrimonio

a Icaria Patrimonio FIL, aunque he de decir, que no compartiremos el 100%, dado que debemos ser cuidadosos con nuestra propiedad intelectual, es decir, nuestro trabajo.

Eliminando el riesgo Gestor

Icaria Patrimonio FIL cuenta en agosto de 2025 con **más de 20 fondos** del estilo de los mencionados. Esto nos lleva a ser propietarios de **miles de activos**, gestionados por **un centenar de gestores** y analistas de primer nivel. De esta forma, se minimiza el riesgo gestor, dado que la selección de activos la realizan los fondos con trackrecord de décadas, en diferentes categorías que se complementan de forma consistente y sólida, para arrojar **una volatilidad de corte conservador** en el largo plazo.

Cómo invertir en Icaria Patrimonio FIL

1. Puedes contactar con uno de los banqueros de Andbank Wealth Management para ello, si lo necesitas **escríbenos** y te facilitamos el correo

2. Icaria Patrimonio FIL **sólo es invertible desde Andbank** y con un **mínimo** de 50.000€.

3. Analiza con tu **asesor financiero** la adecuación del fondo a tu perfil inversor.

Si te interesa leer artículos relacionados con inversiones alternativas e Icaria Patrimonio FIL puedes acceder a la parte del blog que trata el tema, aquí;

https://www.icariacapital.es/blog/categories/icaria-patrimonio-fil

https://t.me/IcariaPatrimonio

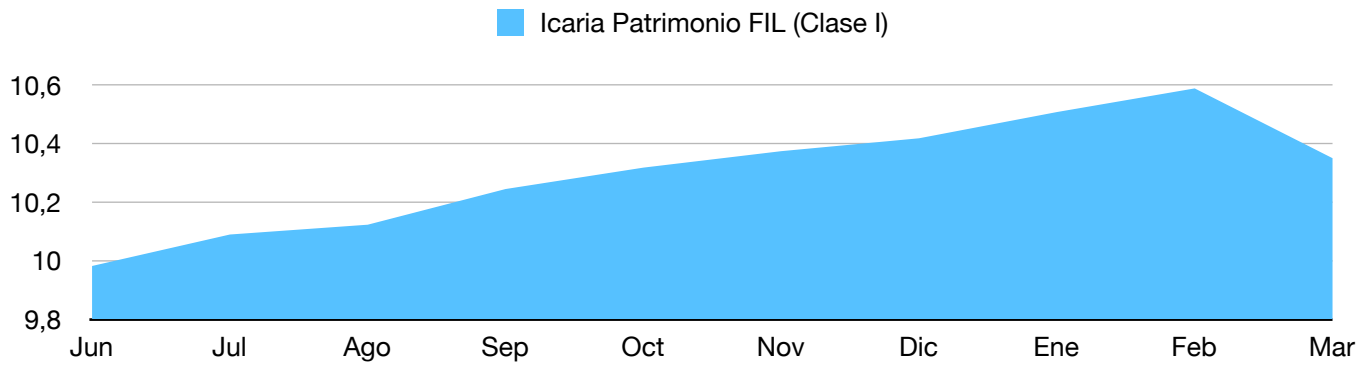
Evolución Icaria Patrimonio FIL

FECHA	VALOR LIQUIDATIVO	PATRIMONIO	PARTÍCIPES	Δ %
31 de mayo de 2025	Clase A - 9,955042 €	300.000 €	1	0
30 de junio de 2025	Clase A - 9,9336952 €	6.650.676 €	44	0,21
	Clase I - 9,9810996 €	7.387.178 €	5	
31 de julio de 2025	Clase A - 10,038224 €	15.050.150 €	48	1,05
	Clase I - 10,088697 €		6	
31 de agosto de 2025	Clase A - 10,0691955 €	7.647.060 €	48	0,31
	Clase I - 10,1222371 €	7.491.636 €	6	
30 de septiembre de 2025	Clase A - 10,1878428 €	7.609.686 €	52	1,18
	Clase I - 10,2442036 €	8.100.619 €	6	
31 de octubre de 2025	Clase A - 10,2580088 €	8.018.552 €	56	0,69
	Clase I - 10,3173863 €	8.821.541 €	7	
30 de noviembre de 2025	Clase A - 10,3115982 €	10.072.401 €	67	0,52
	Clase I - 10,3736730 €	8.932.679 €	8	
31 de diciembre de 2025	Clase A - 10,3525875 €	10.329.905 €	68	0,40
	Clase I - 10,4177345 €	9.075.620 €	8	
31 de enero de 2026	Clase A - 10,4390879 €	12.416.882 €	84	0,84
	Clase I - 10,5073896 €	9.153.725 €	8	
28 de febrero de 2026	Clase A - 10,5165012 €	12.909.378 €	91	0,74
	Clase I - 10,5882945 €	9.904.732 €	8	
31 de marzo de 2026	Clase A - 10,2762356 €	13.604.650 €	97	2,29
	Clase I - 10,3496823 €	10.122.515 €	9	
TOTALES		**23.727.165 €**	**106**	3,23

Rentabilidad julio-marzo (Clase I) = 3,69%

Rentabilidad media mensual = 0,41 %

Proyección rentabilidad neta anual = 4,96 %



https://t.me/IcariaPatrimonio

Web oficial de Icaria Patrimonio FIL

https://andbank.es/boutiquehub/icaria/

ICARIA PATRIMONIO

UNA DIVERSIFICACIÓN REAL

Invertir más allá de los mercados tradicionales

Icaria Patrimonio FIL abre la puerta a un universo exclusivo de inversión en activos reales y mercados privados

Una fórmula para acceder a private equity, infraestructuras y activos reales, reservados hasta ahora a grandes patrimonios, y ahora a tu alcance. Mientras la mayoría de los fondos se limitan a renta variable o renta fija, aquí damos un paso más en la diversificación.

Private equity

Participaciones en compañías no cotizadas con alto potencial de crecimiento

Infraestructuras esenciales

Invirtiendo de forma directa y diversificada en energía, transporte, telecos… bases del futuro económico

Real state

Como una vía de diversificación y protección frente a la inflación

Deuda privada

Que aporta estabilidad y descorrelación

Hedge funds de beta negativa

Que aporta rentabilidad cuando hay caídas en bolsa

Renta variable

Fondos de track-record impecable de difícil acceso para el inversor particular

ICARIA PATRIMONIO

DATOS DEL FONDO

¿Qué nos diferencia?

Invertir en lo real es invertir en lo que construye el futuro. Participa de la economía real

Icaria Patrimonio FIL te permite poner tu capital a trabajar en proyectos sólidos, con impacto tangible y potencial de crecimiento sostenido.

Oportunidades exclusivas

Además de la diversificación, incorporamos las opciones para garantizar un margen de seguridad suficiente en caso de que las acciones que hayan pasado nuestro filtro coticen a múltiplos demasiado exigentes.

Preservación del capital

Estrategia orientada a **preservar el capital** y generar rentabilidades consistentes en el largo plazo

Oportunidades exclusivas

Además de la diversificación, incorporamos las opciones para garantizar un margen de seguridad suficiente en caso de que las acciones que hayan pasado nuestro filtro coticen a múltiplos demasiado exigentes.

Experiencia contrastada

Gestor con **dilatada trayectoria** en inversión alternativa

COMENTARIO DEL MERCADO

Bajadas de los tipos de interés ¿suficientes?

Icaria Patrimonio FIL ha iniciado la inversión de su cartera, aunque aún conserva una elevada proporción en liquidez debido a la lentitud de los procesos de suscripción en los fondos subyacentes. Esta situación ha generado un desfase entre el crecimiento del fondo y la ejecución de las inversiones, lo que ralentiza la reducción del peso de la liquidez. A pesar de ello, el fondo ha alcanzado cerca de 15 millones de euros en patrimonio, reflejando el éxito en la captación de inversores.

La rentabilidad pro-forma de junio fue del 0,0%, afectada por la caída del dólar frente al euro (–3,7%), que redujo el rendimiento potencial del +1,1%. Por categorías, la renta variable cotizada (+1,6%), deuda privada (+0,3%) y liquidez (+0,1%) mostraron resultados positivos, mientras que los hedge funds (–1,9%), activos reales (–0,7%) y private equity (–0,7%) tuvieron un comportamiento negativo. La renta variable habría alcanzado un +3,1% sin el efecto divisa, destacando fondos como Laughing Water y Alta Fox.

En cuanto al riesgo divisa, cubrirlo tiene un coste elevado para el inversor en euros, especialmente por el diferencial de tipos de interés entre EEUU y la eurozona. Por ello, se opta por cubrirlo en inversiones estables como deuda e infraestructuras, mientras que se asume en renta variable y private equity, dada su diversificación global.

En hedge funds, se diversifica mediante clases en euros y dólares. Esta estrategia busca mantener la estabilidad del fondo sin sacrificar rentabilidad.

Ver comentario de mercado completo

Elaboración propia. Julio 2025.

NUESTRO PRODUCTO

ICARIA PATRIMONIO FIL

Fondo de inversión libre que invierte basándose en el modelo endowment, combinando la diversificación de los activos alternativos (private equity, real assets, deuda privada) con los activos tradicionales (renta fija y renta variable)

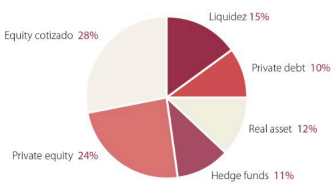
15M€	0,99%	0,69%	0,07%	6/7
Activos bajo gestión	Comisión de gestión Clase A	Comisión de gestión Clase I	Comisión de depositaría	Riesgo (siendo 1 el mínimo y 7 el máximo)

Para inversores profesionales a partir de cualquier cantidad y para minoristas a partir de 100.000€.
Elaboración propia. Fuente: datos suministrados por la entidad gestora Andbank Wealth Management a 31/07/2025.

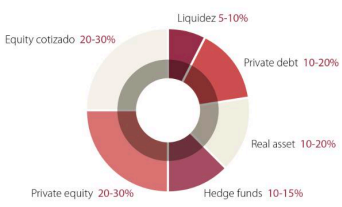
Peso por activos **Icaria Patrimonio FIL**

	Agosto 2025	Objetivo
Liquidez	15%	5-10%
Private debt	10%	10-20%
Real asset	12%	10-20%
Hedge funds	11%	10-15%
Private equity	24%	20-30%
Equity cotizado	28%	20-30%

Agosto 2025



Objetivo



Críticas adicionales (septiembre-2025)

Crítica de David M. (Gestor de inversiones)

(comentario del autor, en color rojo)

(comentario del gestor en color azul)

Te paso mis críticas / comentarios:

Liquidez trimestral: En varios sitios se comenta que el objetivo del fondo es tener rentabilidades similares al MSCI World pero con menor riesgo. Sin embargo, ETFs del MSCI tendrán una liquidez a 2-3 días y este fondo es trimestral. Eso es un riesgo que hay que meter en la ecuación,

Dependencia del gestor: Ídem al anterior. Y no tanto porque esto le suponga mucha más carga de trabajo respecto a su trabajo principal en el Family Office, sino porque en la vida pueden pasar muchas cosas y en esta inversión se depende mucho de sus conocimientos y contactos y eso es otro riesgo a meter en la ecuación.

Efectivamente, la iliquidez, el riesgo gestor (aunque delegue el día a día en las gestoras de esos fondos, el gestor tiene que asignar los pesos y encontrar nuevos fondos acordes al perfil de riesgo), los costes reales finales, incluso el sesgo de supervivencia a la hora de hacer los backtests… todos son factores que deben tenerse en cuenta. Ah, y la complejidad y opacidad de las inversiones alternativas, que no reportan con tanta transparencia como los mercados cotizados de RF y RV.

Respecto al Portfolio de Fondos, entendiendo que el objetivo es tener una cartera diversificada, como la de los grandes patrimonios pero con importes más reducidos (lo de los 50.000€ no le veo problema para este tipo de productos que no son para todos los públicos) y, por tanto, en lugar de invertir directamente en los fondos se hace a través de un fondo de fondos, que tiene la penalización de la doble comisión, pero si no, no habría manera de acceder a ese portfolio. Ese objetivo me parece muy correcto y la diversificación que hacen entre Deuda Privada, Renta Variable, Hedge-Funds… bastante razonable.

https://t.me/CariaPatrimonio

Mi único comentario/crítica respecto a la diversificación es que el 50% más arriesgado (Private Equity + Acciones), se está jugando en Private Equity y en Small y Mid Cap, que pueden dar una mayor rentabilidad pero también tienen más riesgo, especialmente al pensar que comportamientos pasado puedan mantenerse en el futuro. Son mercados con menos track-record y una variabilidad más difícil de prever que un S&P500 o un MSCI World (pensando en escenarios a largo plazo, de 10 años aprox). Creo que sería interesante tener algún fondo de renta variable que tenga compañías de Gran o Gigante Capitalización para diversificar un poco más el riesgo.

Sobre la parte de Private Equity, invierte en Partners Group Global Value SICAV y Hamilton Lane Private Equity. En el listado de fondos del dossier puede verse su trackrecord, que es descomunal. Es cierto que no están expuestos a Large-Cap Blend USA, porque el gestor decidió que sus PER están sobrevalorados, que no quiere exponerse a unos múltiplos de ese tipo para un "fondo de fondos" con perfil conservador, similar a un Mixto Defensivo Global. Para esa "ausencia" de exposición, por supuesto, lo ideal sería asignar una parte del capital a otro fondo distinto, más expuesto a las Mag-7 y a Large-Cap en general (sobre todo Value, que le veo más potencial que Growth ahora mismo)

Además, creo que le vendría bien también incorporar algo más de diversificación geográfica ya que le veo muy centrado en USA y algo en Europa. Sería interesante incorporar algún fondo especializado en mercados específicos (como emergentes) que se crea que puedan funcionar bien a nivel país (India, Sudeste asiático...) y también algún fondo con especialización sectorial (imagina haber invertido hace 5 años en un fondo especializado en IA...), tipo ciberseguridad, defensa… Estos comentarios respecto a la diversificación, se refieren a la parte de Renta Variable y Private Equity. Creo que esos dos segmentos que suponen el 50% podrían estar más diversificados

En Renta Variable sí que hay algo de diversificación geográfica. Por ejemplo, Sohra Peak invierte un 85% fuera de EEUU, Turtle Creek también lo hace en Canadá, Indépendance et Expansion se centra en Europa y Alta Fox lo hace a nivel global. Es cierto que podría diversificarse aún más, pero para eso están el resto de patas, GSA Coral por ejemplo invierte en residencias de estudiantes por todo el mundo, de Japón a Italia. Pero tienes razón en tu comentario general sobre Private Equity y RV, pienso igual. Muy acertada tu apreciación de diversificar en sectores o en emergentes. Ahí entrarían algunos ETFs

https://t.me/IcariaPatrimonio

UCITS a los que poder asignar algo de capital, un pequeño porcentaje, para no dejarse nada sin cubrir.

Respecto a los Fondos en concreto, poco que comentar ya que no tengo conocimiento suficiente. Por la información del informe, todos parecen fondazos, pero no sé si existen otros en su segmento mejores, con menos comisiones… ahí poco puedo ayudar.

Muchas gracias. Muy buenas apreciaciones, todas con sentido común, ahondando en los riesgos latentes que existen en un FIL de este tipo.

He leído lo aportado por David M. y debo matizar que la parte de Private Equity no invierte en Small Caps. Invierte en grandes compañías, se puede ver en los ejemplos del dossier del propio Partners Group. Al menos yo considero que 2.000 millones en una compañía privada, es una gran compañía.

Por otro lado, respecto a Small Caps, es sentido común pensar que las pequeñas compañías tienen más potencial de rentabilidad que las grandes. Además de ser sentido común, así ha sido los últimos 100 años. Dicho esto, en el entorno de mercado de mayor outperformance de las Big Caps a las Small Caps (el actual), los fondos incluidos han pulverizado a las Big Caps.

Además, como siempre digo, lo importante no es el performance pasado, es conocer la cartera, y os podría hablar de prácticamente todas las compañías que están incluidas en los fondos de bolsa.

A pesar de que las Small Caps tengan más volatilidad y sean más nerviosas, Icaria Patrimonio FIL se puede permitir holgadamente eso, ya que tiene una volatilidad estimada del 6-7% aprox.

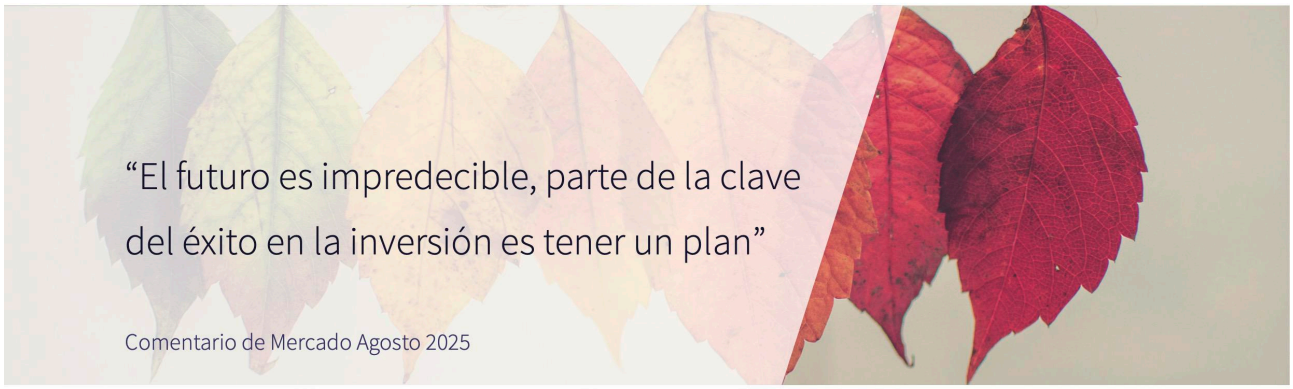
Por último, respecto a la exposición geográfica, hay exposición a países que no son Europa y USA. En mi opinión, en la cuantía razonable que deberíamos tener. Siempre que se quiera tener más exposición, es sencillo hacerlo por fuera, con un ETF de emergentes. Para nosotros, la exposición geográfica que tenemos, es la apropiada, por muchos motivos.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio, FIL
Carta mensual - julio 2025

ICARIA PATRIMONIO

ANDBANK wealth management



"El futuro es impredecible, parte de la clave del éxito en la inversión es tener un plan"

Comentario de Mercado Agosto 2025

El patrimonio se situaba cerca de los 15 millones de euros al finalizar julio

Nos complace poder reportar los primeros resultados de Icaria Patrimonio FIL, teniendo la cartera invertida en su mayor parte.

Durante el mes de julio se recibieron algunas suscripciones adicionales de partícipes, a lo cual hay que sumar la rentabilidad de la cartera. Como resultado, **el patrimonio se situaba cerca de los 15 millones de euros** al finalizar julio.

El esquema de contenidos de este comentario, y previsiblemente todos los que vengan en el futuro, será el siguiente. En primer lugar, **una descripción de la situación del FIL**, que en el momento actual gira en torno al grado de progreso en la construcción de la cartera que queremos. En segundo lugar, tendremos el **repaso de la rentabilidad del fondo por categorías**. Y en tercer lugar, un comentario sobre algunos activos que estamos analizando como posibles **candidatos a entrar en la cartera**.

El esquema de contenidos de este comentario: una descripción de la situación del FIL, el repaso de la rentabilidad del fondo por categorías y candidatos a entrar en la cartera

Respecto a la cartera de Icaria Patrimonio, en el anterior comentario indicamos el **asset allocation esperado para final de julio**. La expectativa se cumplió, por lo que podemos confirmar que la composición de la cartera es la siguiente:

	Julio 2025 (est.)	Objetivo
Liquidez	25%	5%
Private Debt	7%	11%
Real Asset	10%	12%
Hedge Funds	9%	12%
Private Equity	23%	30%
Equity Cotizado	25%	30%

A destacar que la posición de **liquidez** seguía siendo exageradamente alta a finales de julio, si tenemos en cuenta que el peso objetivo o ***target*** para el largo plazo se sitúa entre el 5% y el 10%. La razón de este "gap", como ya se explicó en el anterior comentario, es que todavía no hemos terminado nuestros procesos de suscripción en fondos, que en

muchos casos son largos y tediosos, tanto por lado del fondo en el que queremos invertir como por nuestro lado. Con esto quiero decir que el proceso de *due dilligence* es bilateral: el fondo tiene que recabar toda la información, y tomar todas las precauciones necesarias, para asegurarse de que somos clientes confiables y que nuestro dinero procede de fuentes legítimas; pero nosotros también debemos asegurarnos de que el fondo en el que vamos a invertir es una entidad legal debidamente supervisada y con un auditor independiente por detrás. Este proceso, tan necesario, extiende mucho los plazos para formalizar inversiones.

Afortunadamente, el proceso de inversión siguió su curso en agosto y, en el momento de redactar estas líneas, **el peso de la liquidez en el FIL (incluyendo repo y pagarés) ronda el 15%**. Todavía muy por encima del objetivo, pero reflejo de un claro progreso en la construcción de la cartera que queremos.

> *El peso de la liquidez en el FIL (incluyendo repo y pagarés) ronda el 15%*

Entre las inversiones que nos faltan por acometer, podemos destacar Valvest y Transtrend. Valvest Steady Income Fund es un fondo de deuda privada, especializado en un nicho muy específico: financiación puente *(bridge loans)* en el sector inmobiliario comercial (es decir, no residencial) de EEUU; rentabilidades sobresalientes con ningún mes en negativo desde su inicio en 2016. Transtrend MultiTrend es un hedge fund de beta condicional, es decir, busca generar rentabilidad positiva durante caídas de la bolsa, dando retornos notables en el largo plazo. Esperamos poder formalizar estas dos suscripciones en el mes de septiembre.

RENTABILIDAD EN JULIO 2025

La cartera de Icaria Patrimonio FIL avanzó un +1,1%. Incorporando las comisiones, **la rentabilidad mensual fue un +1,08% para la clase A y un +1,05% para la clase I.**

> *La cartera de Icaria Patrimonio FIL avanzó un +1,1%. Incorporando las comisiones, la rentabilidad mensual fue un +1,08% para la clase A y un +1,05% para la clase I*

La categoría de activos que **protagonizó este desempeño fue la renta variable cotizada**, con la inestimable ayuda del tipo de cambio EURUSD. Si el tipo de cambio hubiera permanecido constante, la rentabilidad de la cartera habría sido más o menos la mitad (+0,6%).

Antes de entrar a comentar el desempeño por categorías, dedicaremos unas palabras al **dólar**. Y es que, en nuestro comentario anterior explicamos que el tipo de cambio contribuyó notablemente a un desempeño decepcionante en el mes (cartera pro-forma), y argumentamos que la **cobertura de la divisa** no nos parece una política adecuada en la mayoría de nuestras posiciones denominadas en dólares, ya que esta cobertura tiene un coste. Como ya se dijo entonces, los pares de divisas fuertes (como es el EURUSD) tienen un comportamiento cíclico y creemos que su volatilidad puede ser asumida por Icaria Patrimonio sin menoscabar los pilares de su estrategia (rentabilidad y estabilidad). En este sentido, la subida del dólar frente al euro durante el mes de julio (+3,3%) es una confirmación de este carácter cíclico.

> *La rentabilidad en euros es la que impacta en el FIL*

Como aclaración, las rentabilidades se presentarán tanto en divisa local (reflejando el desempeño subyacente de cada categoría) como incluyendo el efecto divisa para un inversor en euros; si no se especifica el efecto divisa, eso quiere decir que todos los activos dentro de esa categoría están denominados en euros. La rentabilidad en euros es la que impacta en el FIL.

Como apunte final, dentro de cada categoría, comentaremos los fondos de los que hemos ido hablando, pero no todos los incluidos en cada categoría, con el fin de proteger nuestro trabajo y propiedad intelectual.

La mayoría de la deuda privada es a tipo flotante, como mecanismo de protección del valor de la cartera frente a variaciones en la curva de tipos

Campbell tiene un extenso track record compensando las caídas de la bolsa

Durante el mes de julio se incorporaron varios fondos a la cartera. Se trata de fondos de liquidez diaria, que contribuyen a mejorar el perfil de liquidez de Icaria Patrimonio

Liquidez: +0,1% (+0,8% incluyendo efecto divisa)

Debido a los continuos movimientos de tesorería para acometer inversiones, no pudimos destinar la mayor parte de la liquidez a pagarés, que son más rentables que los repos o que las cuentas corrientes.

Private Debt: +0,4%

Una rentabilidad anualizada del **5,3%**, próxima (aunque algo inferior) a la **yield que proporcionan actualmente *los senior loans* denominados en euros**. Con esto quiero decir que la rentabilidad mensual generada por esta categoría en julio se explica fundamentalmente por el devengo de intereses y no por cambios en el valor de los préstamos.

La mayoría de la **deuda privada es a tipo flotante**, como mecanismo de **protección del valor de la cartera frente a variaciones en la curva de tipos**, por lo que la rentabilidad devengada en los préstamos *(carry)* está muy vinculada a los tipos de referencia, principalmente el **Euribor**.

Real Assets: +1,0%

Aquí los protagonistas fueron Hamilton Lane Global Private Infrastructure Fund (fondo evergreen de infraestructuras), que rindió un 0,9%, y nuestra posición en oro, con un +1,4%.

Hedge Funds: -3,9% (-0,8% incluyendo efecto divisa)

Se explica por la caída del fondo Campbell Absolute Return. Los vehículos de este tipo están descorrelacionados con los mercados tradicionales (precisamente por ese motivo invertimos en hedge funds) y es normal ver meses negativos mientras la bolsa sube.

Campbell tiene un extenso track record compensando las caídas de la bolsa. En 2008 subió un 7% a la par que el MSCI World cedía un 40%. Y en 2022 subió un 22% frente a una caída del 18% en el índice. Durante la crisis del Covid cedió, aunque mucho menos que la bolsa; en cambio, Brevan Howard Master Fund despegó durante la pandemia. Dado que los hedge funds no son una cobertura perfecta (si lo fueran, no darían rentabilidad en el largo plazo), diversificamos nuestra exposición en varios fondos.

Private Equity: 1,4%

Se explica por el buen desempeño de Hamilton Lane Global Private Assets Fund (fondo evergreen de private equity).

Renta Variable cotizada: 1,0% (3,1% incluyendo efecto divisa)

Durante el mes de julio se incorporaron varios fondos a la cartera. Se trata de fondos de liquidez diaria, que contribuyen a mejorar el perfil de liquidez de Icaria Patrimonio, es decir, la capacidad de convertir la cartera en caja si fuera necesario de forma rápida. Algunos ejemplos: Sextant Quality Focus, Driehaus US Micro Cap y se produjo la salida de Fundsmith una vez pudimos suscribir el resto de fondos objetivo.

Aunque no cuentan con la ventaja que, en términos de gestión de la cartera, proporciona el tener reembolsos mensuales o trimestrales (una ventaja con la que sí cuentan otros fondos del FIL, como Alta Fox y Sohra Peak), se trata de fondos de excelente track record. Y, lo más

> *Los dos mejores del mes fueron Alta Fox (+4,3%) y Voss (+3,9%)*

interesante, en la mayoría de casos hemos podido acceder a las clases institucionales, con comisiones bajas.

Excluyendo el efecto divisa, los dos mejores del mes fueron Alta Fox (+4,3%) y Voss (+3,9%). Los dos peores fueron Sohra Peak (-4,0%) y 1 Main (-1,8%).

ACTIVOS ANALIZADOS

A continuación se ofrece una pequeña muestra del trabajo que hacemos para mejorar continuamente la composición de Icaria Patrimonio FIL. En esta sección comentaremos algunos fondos analizados como potenciales candidatos, razonando por qué encajan en la cartera o por qué, según nuestro criterio, deberían ser rechazados.

Bonsai Partners

Este fondo de renta variable cotizada ha generado un 22% anualizado después de comisiones desde 2018, contra un 14,9% del S&P 500. Esto, de entrada, ya lo convierte en un fondo que merece la pena mirar.

Uno de los puntos que sin duda llama la atención es que gran parte de ese excelente *performance* se consigue en el año 2019 y 2020, y es aquí donde entra en juego algo fundamental a la hora de analizar un fondo: el *performance attribution*. Es decir, conocer qué parte del retorno del fondo se debe a cada uno de sus activos, cuánto contribuye cada uno al resultado total.

> *Una exposición tan elevada a un modelo de negocio como el de Redbubble no encaja en lo que buscamos para Icaria Patrimonio FIL*

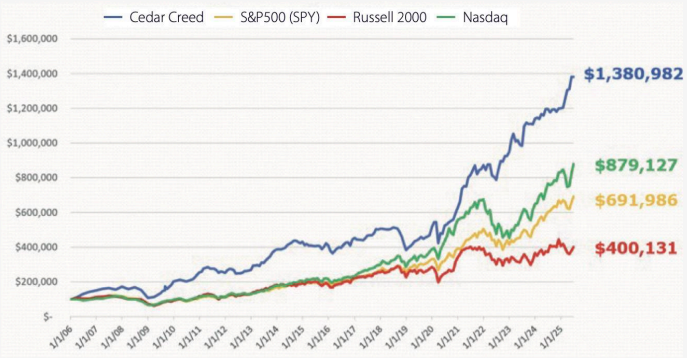
La primera posición de Bonsai en aquel entonces, con un peso muy elevado, era Redbubble, y podemos ver que gran parte del desempeño excepcional del fondo en esos años fue debido al comportamiento de esta empresa. Redbubble es un *marketplace* global de impresión bajo demanda donde artistas independientes suben sus diseños para venderlos en productos (camisetas, pegatinas, fundas de móvil, pósters, etc.).

Es cierto que, incluso tras la caída fuerte de Redbubble, la gestión de la posición (venta tras subidas, compra tras caídas) les ha ayudado a seguir batiendo al S&P500, pero, en nuestra opinión, una exposición tan elevada a un modelo de negocio como el de Redbubble no encaja en lo que buscamos para Icaria Patrimonio FIL. Aunque el track record es verdaderamente atractivo, tenemos a nuestro alcance otros fondos con números similares pero generados de manera mucho más consistente.

Fuente: Google.

Cedar Creek

Fondo de renta variable micro y small cap con enfoque value *bottom-up*, carteras concentradas y fuerte énfasis en generación de free cash flow. Éste es el track record:



Fuente: Eriksen Capital Management.

Desde 2006, una rentabilidad anualizada del 14,4%, motivo por el que, sin duda, merece la pena profundizar. Lamentablemente, por el momento no disponen de un fondo offshore en el que puedan entrar inversores no estadounidenses, por lo que, por el momento, no es posible invertir.

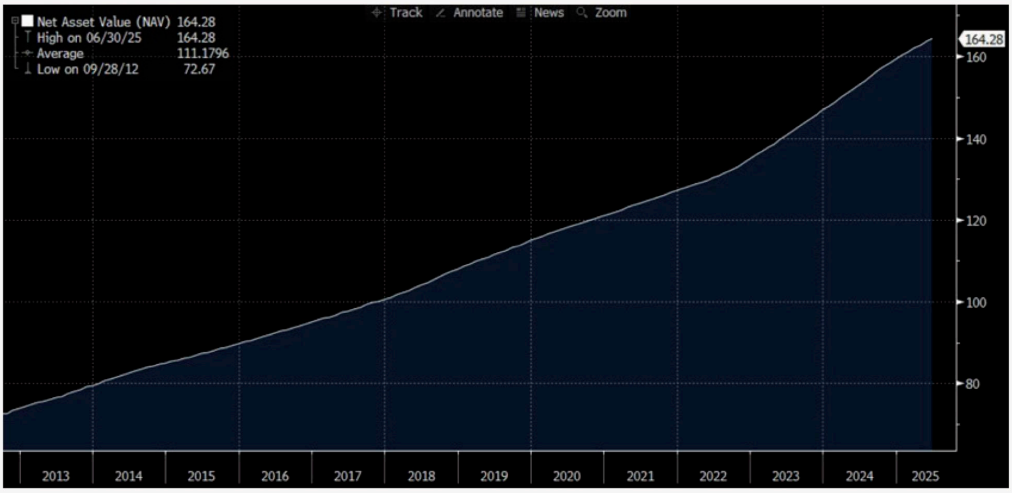
Tenemos la relación con la gestora, y en concreto con el gestor, para que, cuando sea posible y si finalmente nos encaja, nos permitan suscribir en el fondo.

> *Fondo de deuda privada de los que más nos gustan: de nicho. Se trata de trade finance: préstamos de plazo corto para la exportación-importación de materias primas, siendo la mercancía el colateral de los préstamos*

Horizon Capital Fund

Fondo de deuda privada de los que más nos gustan: de nicho. En este caso, se trata de *trade finance*: préstamos de plazo corto para la exportación-importación de materias primas, siendo la mercancía el colateral de los préstamos. En el caso concreto de Horizon, sólo financia el transporte de mercancías no perecederas y fácilmente liquidables (vendibles), como acero, petróleo o grano. Como elemento de protección, el valor del colateral, en el momento de la financiación, es superior al menos en un 10% al importe prestado.

A continuación se muestran las rentabilidades mensuales del fondo desde su inicio en 2012, en la sub-estrategia europea (clase denominada en dólares). La rentabilidad anualizada ha sido del 6,6%.



Fuente: Bloomberg

> *El fondo es como una roca en lo que se refiere a generar rentabilidad; no la más alta en términos absolutos, pero sí extraordinaria si tenemos en cuenta que el fondo rara vez genera pérdidas mensuales*

A la vista de lo suave que es la línea del gráfico, cabe sospechar que en realidad las rentabilidades mostradas son semestrales o anuales. Pero lo cierto es que son mensuales. El fondo es como una roca en lo que se refiere a generar rentabilidad; no la más alta en términos absolutos, pero sí extraordinaria si tenemos en cuenta que el fondo rara vez genera pérdidas mensuales. Es una situación simular a la de Valvest Steady Income Fund, especializado en *bridge loans* en el sector inmobiliario, un fondo que nunca ha tenido un mes negativo desde 2016.

En ambos casos *(bridge loans y trade finance),* la especialización del fondo favorece que los gestores aprovechen todo su *expertise* y extraigan la máxima rentabilidad dentro de esa estrategia concreta. Confiamos en tener Valvest pronto en la cartera. En Horizon continuamos con nuestro proceso de due dilligence, aunque nuestra impresión es que también terminará formando parte del equipo, ya que la relación rentabilidad-riesgo es excelente y añade un interesante componente diversificador al FIL dentro de la categoría de Private Debt.

Hasta aquí nuestro comentario mensual de Icaria Patrimonio FIL relativo al mes de julio. Una vez más, agradecer a todos los partícipes la confianza depositada en este proyecto. Seguiremos trabajando con disciplina y transparencia.

El fondo Icaria PATRIMONIO FIL FI (ISIN ES0147415006) es un fondo inscrito en el registro de la CNMV con el número: 131 y con fecha de inscripción: 04/04/2025 en la categoría de Fondos de Inversión Global. Nivel de riesgo es 6/7 (siendo 7 riesgo muy alto). El Fondo está gestionado por Andbank Wealth Management SGIIC, S.A (Grupo Andbank). La entidad depositaria del fondo es Banco Inversis S.A. y la firma auditora del mismo es Capital Auditors and Consultants SL. El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de Icaria Capital Cartera Permanente FI. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral y trimestral, reglamento de gestión y CCAA). Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la página web de la gestora Andbank Wealth Management, SGIIC, S.A.U https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos/ y en la página web de la CNMV: https://www.cnmv.es La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en https://www.andbank.es.

Andbank Wealth Management, S.G.I.I.C., S.A.U. • CIF: A-78567153 • Calle Serrano, 37 - 1ª • Registro Mercantil de Madrid: Tomo 31.045, Folio 5, Sección 8ª, Hoja M-558.774 • Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV: nº 237

Comentario del autor del dossier, a la carta de julio

Estupenda carta, leída con mucho interés. Muy necesarias estas actualizaciones mensuales, dada la naturaleza más opaca de los alternativos semilíquidos.

Curioso que aún no estemos en Transtrend. Diría que entonces hemos tenido la suerte de evitar el mayor drawdown de su larga historia, de mayo a mayo, con un -30%. **Crucemos los dedos para que Trend en general esté saliendo de su reciente travesía por el desierto.**

Muy bien también mencionar el tipo de cambio favorable para RV cotizada, que el mes pasado comentaron aquí que se hizo hincapié en el daño que estaba haciendo, y ahora que ha sido un entorno favorable, se comenta también.

Impresionante Horizon Capital. Curva que apenas se inmuta en el horrible 2022 (y nada en 2018), este tipo de fondos son los que, hablo personalmente, me encantaría tener en Icaria. Dibujo de curva incluso mejor que un monetario (que estuvieron planos o incluso perdiendo desde 2016 a 2022), con volatilidad ínfima. Del estilo del Valvest, pero diversificando aún más en la categoría. Ojalá tenerlo pronto en el FIL (sin olvidarnos de otros titanes, como Elliott).

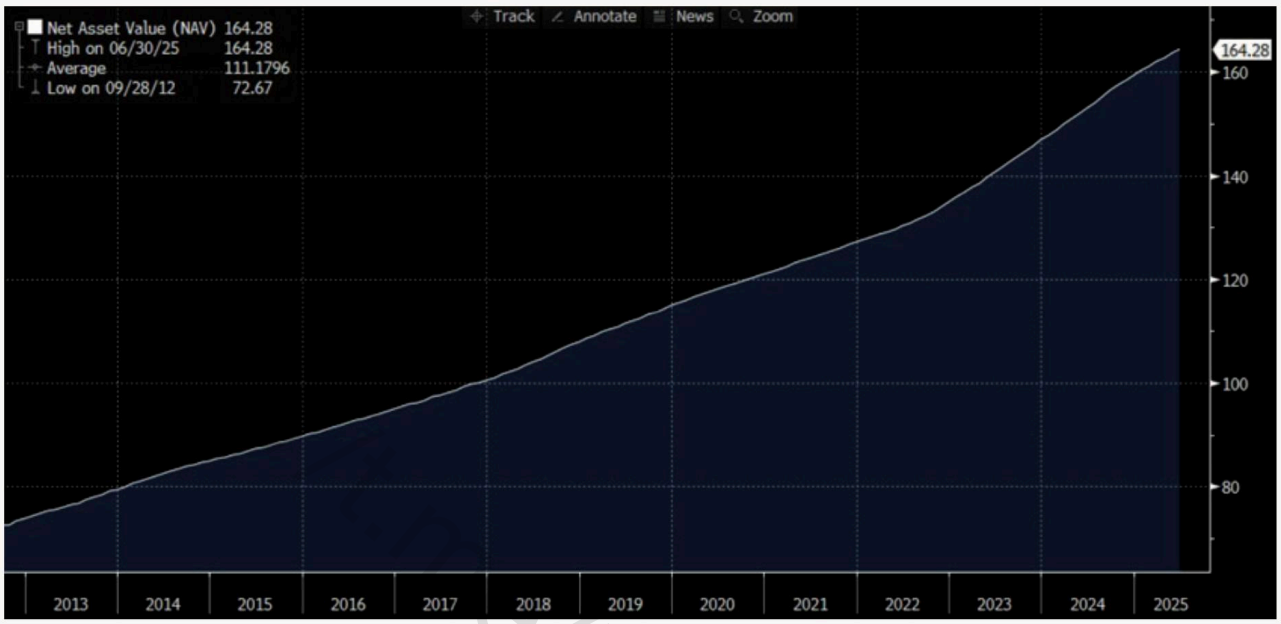
Respuesta del gestor al comentario

Horizon Capital Fund estará en el FIL, seguro. Transtrend ha sido por un tema de documentación, entra ahora en agosto, que desde jurídico nos mandan lo que nos falta. **Tenemos ahora mismo un pipeline de más de 20 fondos, entre los que están gestoras del nombre de; KKR, Oaktree, Brookfield o Carlyle**. Y también Boutiques top, del estilo de Horizon (2 billion en AUM) No vamos a poner todos los fondos, porque como ya dije en la carta, tenemos que proteger nuestra propiedad intelectual, pero sí que seguiremos en la línea de seguir mencionando incorporaciones como hasta ahora. Sólo os digo que **el futuro es cada vez más prometedor**, porque se van ampliando cada vez más las relaciones institucionales y las posibilidades de incorporar nuevos fondos con las nuevas entradas y la liquidez que aún tenemos. **Muy contentos con cómo avanza todo**.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Listado de fondos adicionales

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #22 - Horizon Capital Fund



Fuente: Bloomberg

Se trata de una **gestora suiza**, una Boutique de primer nivel. Hemos estado reunidos con ellos múltiples veces y aquí tenéis el rendimiento desde el año 2012, con liquidativos mensuales. Tiene una **volatilidad aproximada del 1%, con una rentabilidad anualizada en torno al 8%**. Impresionante. Hemos estado reunidos con ellos, publicaremos un artículo explicando lo que hacen, cómo lo hacen y cómo está controlado el riesgo por medio de seguros contra el colateral. Porque son préstamos con colateral, como a nosotros nos gusta.

No son Senior Loans, sino algo que se denomina ***Trade Finance***. Este concepto lo explicaremos con detalle más adelante, para entender por qué es tan interesante y por qué nos interesa tanto esta Boutique suiza tan potente. Tienen más de 2.000 millones bajo gestión y es un fondo tremendo. **El gráfico es increíble**, sobre todo porque ha pasado por todo tipo de historias y ahí está aguantando.

Es **un fondo muy bueno y muy protegido**, sobre todo porque tiene el colateral, el valor del colateral es mayor que el valor del préstamo. La historia de la gestora es tremendamente interesante. Lo que más nos gusta de este perfil de fondos es analizar el

c/Icaria Patrimonio

subyacente, entenderlo, reunirnos con ellos como si fueran una empresa, como si estuviéramos analizando una empresa, pero aquí lo que analizamos es el proceso.

Fondo de **Deuda Privada** de nicho. En este caso, se trata de *trade finance*: **préstamos de plazo corto para la exportación-importación de materias primas**, siendo la mercancía el colateral de los préstamos. En el caso concreto de Horizon Capital Fund, sólo financia el transporte de mercancías no perecederas y fácilmente liquidables (vendibles), **como acero, petróleo o grano**. Como elemento de protección, el valor del colateral, en el momento de la financiación, es superior al menos en un 10% al importe prestado.

HORIZON CAPITAL

EUROPEAN TRADE FINANCE – SUB-FUND 1

FUND STRATEGY

- The Horizon Capital Fund – European Trade Finance Sub-Fund 1 is a Luxembourg SICAV-RAIF open-ended fund targeting an absolute return of 6-7% p.a. with low volatility (<1%). The Fund invests predominantly in short-term, self-liquidating commodity trade finance loans, secured by physical commodities as collateral.
- Launched in December 2017, the Fund is advised by Horizon Capital AG, a Swiss asset manager with offices in Zug, Geneva, and Singapore. The Fund's regional focus is Europe, and it specializes in short-term private debt strategies linked to natural resources.
- By focusing on structured trade finance opportunities, the Fund provides institutional investors with a range of investment strategies in the natural resources sector, offering steady returns and capital preservation.

HISTORICAL PERFORMANCE* IN % IN USD (NET OF FEES): USD PORTFOLIO

%	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD Perf.
2012										0.13	0.73	0.79	1.66%
2013	0.62	0.60	0.66	0.42	0.53	0.56	0.51	0.71	0.65	0.71	0.74	0.56	7.52%
2014	0.57	0.70	0.60	0.57	0.66	0.51	0.59	0.59	0.56	0.43	0.48	0.41	6.86%
2015	0.34	0.41	0.45	0.37	0.51	0.51	0.33	0.51	0.48	0.49	0.52	0.55	5.60%
2016	0.45	0.36	0.53	0.53	0.41	0.54	0.46	0.39	0.34	0.53	0.56	0.54	5.80%
2017	0.47	0.43	0.37	0.47	0.58	0.40	0.37	0.62	0.61	0.50	0.33	0.52**	5.87%
2018	0.48	0.51	0.62	0.52	0.58	0.62	0.63	0.68	0.60	0.71	0.60	0.55	7.34%
2019	0.56	0.54	0.53	0.45	0.52	0.52	0.51	0.52	0.52	0.55	0.51	0.57	6.51%
2020	0.49	0.48	0.51	0.49	0.41	0.40	0.39	0.40	0.41	0.41	0.40	0.40	5.32%
2021	0.40	0.39	0.44	0.44	0.41	0.41	0.40	0.41	0.41	0.43	0.41	0.42	5.08%
2022	0.37	0.35	0.41	0.43	0.42	0.45	0.47	0.50	0.54	0.60	0.65	0.68	6.03%
2023	0.70	0.67	0.70	0.68	0.75	0.73	0.73	0.72	0.71	0.72	0.68	0.69	8.82%
2024	0.71	0.68	0.71	0.67	0.73	0.70	0.71	0.75	0.68	0.65	0.65	0.60	8.56%
2025	0.52	0.54	0.50	0.50	0.54	0.50	0.53						3.69%

*Past performance does not predict future returns
**Migration from the GMS Sovereign Plus Fund in the Horizon Capital Fund – European Trade Finance – Sub-Fund 1.

HISTORICAL PERFORMANCE* IN % IN EUR (NET OF FEES): EUR PORTFOLIO

%	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD Perf.
2017												0.42	0.42%
2018	0.45	0.42	0.48	0.42	0.56	0.54	0.52	0.53	0.47	0.52	0.45	0.39	5.90%
2019	0.38	0.36	0.36	0.41	0.46	0.43	0.51	0.42	0.42	0.53	0.42	0.40	5.21%
2020	0.46	0.43	0.42	0.39	0.41	0.40	0.42	0.40	0.39	0.38	0.39	0.40	5.01%
2021	0.36	0.36	0.46	0.45	0.47	0.43	0.46	0.45	0.43	0.48	0.43	0.41	5.33%
2022	0.33	0.20	0.31	0.42	0.37	0.41	0.44	0.45	0.44	0.50	0.55	0.57	5.11%
2023	0.60	0.58	0.60	0.60	0.62	0.64	0.67	0.66	0.68	0.68	0.64	0.67	7.93%
2024	0.65	0.60	0.64	0.63	0.63	0.57	0.60	0.63	0.52	0.61	0.63	0.57	7.58%
2025	0.54	0.48	0.51	0.49	0.50	0.45	0.49						3.52%

* Past performance does not predict future returns

PERFORMANCE GRAPH SINCE INCEPTION OF THE STRATEGY*

RISK MANAGEMENT
Synthetic Risk Indicator (SRI)[1]:

1 **2** 3 4 5 6 7

Lower risk — *Higher risk*

Lower potential yield — More potential yield

FUND CHARACTERISTICS
Legal form: SICAV-RAIF Luxembourg
Recommended investment horizon: 5 years
Fund currencies: EUR - USD
Share class currencies:
EUR - USD - CHF - GBP - JPY
Strategy inception date: September 2012
Investment advisory fee: 1.5% p.a
Carried interest:
20% p.a over a Hurdle of 3 M-SOFR (respectively EURIBOR, SARON, SONIA, TONA for applicable currencies)[2]
Subscription: Monthly
Redemption: Monthly with 90 days notice
Minimum investment (EUR):
100'000 (or equivalent in USD, GBP, CHF & JPY)
SFDR: Article 8

SERVICE PROVIDERS
Investment advisor: Horizon Capital AG
Trade administrator: SCCF SA
AIFM: Funds Avenue SA
Auditor: PwC Luxembourg
Administrator: Bolder Luxembourg SA
Legal advisor: Elvinger Hoss Prussen SA
Depositary Bank: Creand, Banque de Patrimoines Privés (Luxembourg)

MAIN RISKS[2]
- Liquidity risk
- Credit risk
- Fraud risk
- Quality risk
- Interest rate risk

https://t.me/carlospatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #23 - Driehaus US Micro Cap

	1 month	3 months	YTD	1 Yr	3 Yrs Ann.	5 Yrs Ann.
Fund	3.1%	19.1%	-1.6%	8.4%	12.3%	12.6%
Primary Benchmark	2.9%	21.3%	2.3%	12.5%	8.5%	5.2%
+/-	+0.2%	-2.2%	-3.9%	-4.1%	+3.8%	+7.4%

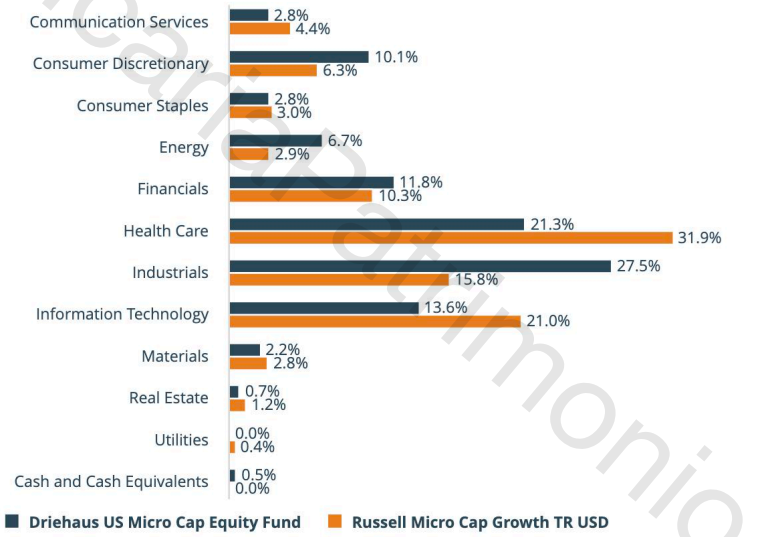
https://t.me/icariapatrimonio

Top 10 Holdings

Construction Partners Inc Class A	2.9%
VSE Corp	2.5%
Dave Inc	2.4%
Centrus Energy Corp Class A	1.8%
Porch Group Inc Ordinary Shares - Class A	1.7%
Eos Energy Enterprises Inc Ordinary Shares Class A	1.7%
Argan Inc	1.6%
Arlo Technologies Inc	1.6%
Crinetics Pharmaceuticals Inc	1.6%
Core Scientific Inc Ordinary Shares - New	1.5%
Total of Top 10	**19.3%**

Source: Morningstar, as of 30.06.2025

Sector Weights



Historical Monthly Returns - Net of fees

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec	Year	Primary Benchmark Year
2017	0.9%	0.3%	0.1%	0.9%	1.9%	5.4%	0.9%	1.4%	6.3%	1.2%	3.1%	0.0%	24.7%	13.2%
2018	3.2%	-0.1%	1.8%	0.6%	13.5%	2.1%	-0.8%	14.7%	-2.2%	-13.0%	-1.7%	-10.7%	3.9%	-14.2%
2019	12.4%	8.5%	0.1%	1.5%	-2.4%	7.9%	0.0%	-2.9%	-7.9%	4.9%	6.2%	4.6%	36.0%	23.3%
2020	-0.6%	-2.9%	-21.6%	17.9%	17.7%	11.6%	5.6%	8.0%	-0.7%	1.7%	21.8%	12.9%	85.6%	40.1%
2021	9.3%	8.0%	-4.5%	2.3%	-0.4%	5.1%	-5.0%	4.4%	-2.9%	7.9%	-1.9%	1.0%	24.2%	0.9%
2022	-20.5%	-0.1%	-0.6%	-12.1%	-3.8%	-8.1%	11.9%	4.5%	-7.1%	9.8%	-3.1%	-5.7%	-33.1%	-29.8%
2023	7.3%	-1.1%	-3.9%	-0.3%	2.1%	7.4%	3.5%	-4.3%	-6.6%	-9.2%	8.5%	10.7%	12.5%	9.1%
2024	1.2%	8.8%	4.2%	-6.6%	9.0%	-1.9%	4.0%	1.0%	3.0%	0.5%	14.9%	-8.3%	31.3%	21.9%
2025	-2.0%	-7.7%	-10.0%	1.5%	7.8%	7.3%	3.1%						-1.6%	2.3%

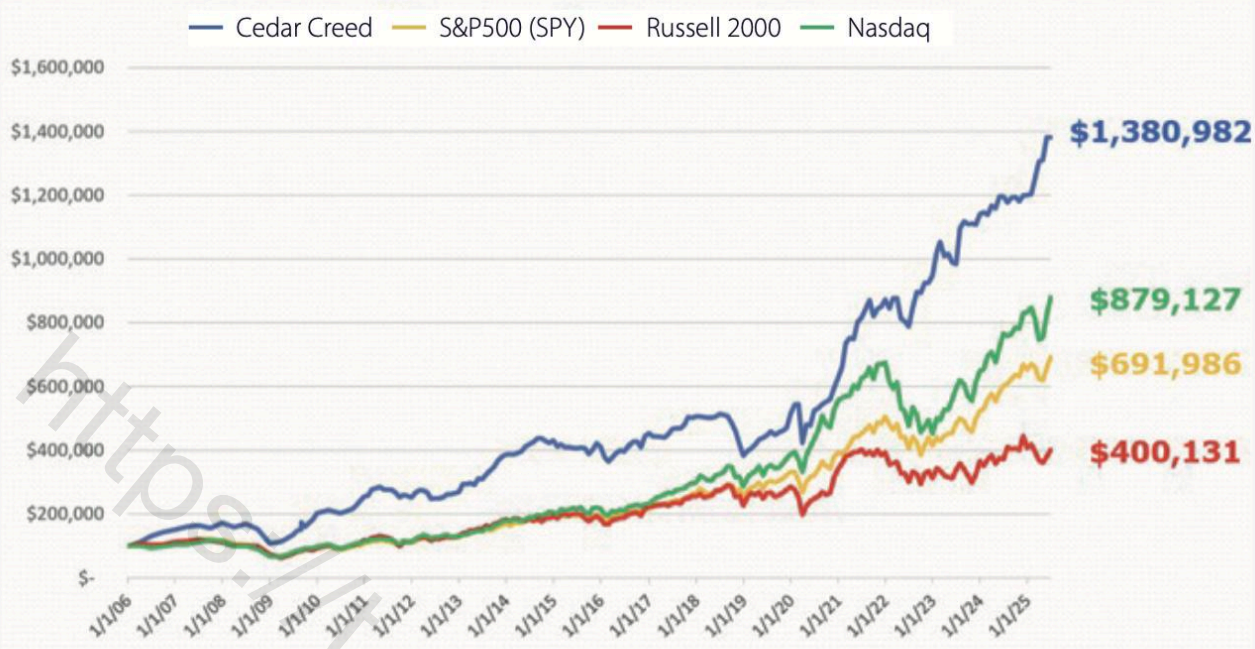
Source: Morningstar, as of 31.07.2025

Fundado en 2017, mínimo de inversión de 1 millón. **Rentabilidad del 12,6% anualizada, frente al 5,2% de su benchmark.** Aquí vemos también sus 10 principales posiciones, y su peso por sectores. Finalmente, sus rentabilidades mensuales, netas de comisiones. Unos números, impresionantes.

El objetivo de inversión del Fondo es lograr un crecimiento del capital a largo plazo. El subgestor de inversiones del Fondo, Driehaus Capital Management LLC, es una Boutique de gestión de activos con sede en Chicago. La empresa se fundó en 1982 y **cuenta con 21.400 millones en activos bajo gestión**. La estrategia invierte principalmente en **empresas estadounidenses de microcapitalización** con buen potencial de crecimiento y con una capitalización bursátil en el momento de la inversión similar a la de las empresas incluidas en el índice Russell Microcap® Growth Index. Las decisiones de inversión se basan en la creencia de que las empresas fundamentalmente sólidas tienen más probabilidades de generar un fuerte crecimiento de los beneficios de forma sostenida y de experimentar revisiones positivas de los beneficios. Las decisiones de inversión implican evaluar la posición competitiva de una empresa, la dinámica del sector, identificar los posibles catalizadores de crecimiento y evaluar la situación financiera de la empresa en cuestión.

https://unahoriaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #24 - Cedar Creek



Fuente: Eriksen Capital Management.

	Q2 '25	Q1 '25	'25YTD	Inception	Ave. Annual
Cedar Creek	**5.8%**	**8.7%**	**15.1%**	**1,281.0%**	**14.4%**
NASDAQ	17.7%	-10.4%	5.5%	779.1%	11.8%
S&P 500 (SPY)	10.8%	-4.3%	6.1%	592.0%	10.4%
DJIA (DIA)	5.4%	-1.0%	4.4%	524.0%	9.9%
Russell 2000	8.5%	-9.5%	-1.8%	300.1%	7.4%
Russell Microcap	15.5%	-14.4%	-1.1%	214.4%	6.1%

* fund inception January 15, 2006. Index Returns as reported on Yahoo! Finance, Morningstar, Dow Jones and Russell.

La **rentabilidad media anual de Cedar Creek a lo largo de sus 20 años de historia es del 14,45 % neto de comisiones y gastos, por lo que supera ampliamente a todos los índices con los que se comparan.** La rentabilidad acumulada desde el inicio de Cedar Creek fue del 1281 % neto de comisiones y gastos. Eso significa que $100.000 invertidos en el fondo en su creación, en enero de 2006, habrían crecido hasta alcanzar los $1.380.992

Las participaciones del fondo tienen precios increíblemente atractivos. A finales de junio de 2025, las participaciones del fondo se negociaban a 8,4 veces su estimación de beneficios para el próximo año y a 6,8 veces los beneficios esperados netos de efectivo en los respectivos negocios. El múltiplo de beneficios acumulados fue de 10,7 veces.

https://t.me/icariapatrimonio

Actualización 5-septiembre-2025

Hoy repasaremos los cierres mensuales y las **posibles novedades de nuevos fondos que podríamos incluir en los próximos meses.** Como siempre que hablamos de esto, siendo claros y sin vender humo.

Icaria Patrimonio FIL es un fondo descorrelacionado de la renta variable, pero lo que se suele vender como descorrelacionado de la renta variable es aquello que cuando la renta variable cae, el fondo sube. Y esto, en mi experiencia, de cada 100 fondos que lo prometen, 99 mienten. Y conozco los mejores fondos del mundo en este campo.

Por ejemplo, el fondo Partners de Blackstone, donde invierten los socios del propio Blackstone su dinero más líquido, es un fondo cuya estrategia es precisamente esta, ser un Hedge-Fund multiestrategia de retorno absoluto, que en 2008 cayó un 15 %, no cayó un 55 % como la renta variable, pero sí un 15. Por lo tanto, partiendo de la premisa de que para mí, el tipo de productos que se venden como que "*van a hacerlo bien en cualquier entorno de mercado*", la mayor parte de las veces son mentira, **Icaria patrimonio FIL lo que busca es obtener retornos sobresalientes en base a riesgo.** Esta es la clave, en base a lo que se va a mover tu patrimonio, a su volatilidad.

Alguien puede argumentar que como los Valores Liquidativos de Icaria Patrimonio son mensuales, la volatilidad va a ser inferior de forma artificial. Pero la realidad es que si los liquidativos de la renta variable fuesen mensuales, Icaria Patrimonio FIL seguiría teniendo menos de la mitad de volatilidad que la renta variable, prácticamente un tercio. Esta es la realidad.

Entonces, lo que buscamos aquí es **un fondo con baja volatilidad y retornos satisfactorios, descorrelacionado de la bolsa.** ¿Qué quiere decir? Pues por ejemplo, que en un entorno como el de 2025, que la bolsa llegó a caer más de un 20 %, pues que Icaria Patrimonio caiga un 3% o un 5%, que realmente se llegaría a mover menos, pero en ese entorno estaríamos. Y si llega de nuevo un año como el 2008, donde la renta variable cayó un 55 %, Icaria Patrimonio FIL, **en el peor escenario posible**, te caería en torno a un 15 %, que ni siquiera fue lo que habría caído, según nuestros backtests. Pero

https://t.me/IcariaPatrimonio

siempre me pongo en los peores escenarios. Prefiero pasarme de pesimista que de optimista, siempre.

Es un fondo realmente descorrelacionado, que va a ser mucho más consistente en sus retornos, en cuanto que va a haber menos desviación a su retorno objetivo, porque tiene menos volatilidad, pero que si viene un apocalipsis donde absolutamente todo cae, va a caer mucho menos, pero caerá.

Después de 15 años trabajando en empresas de primer nivel, puedo decir que la fórmula del Santo Grial no existe. Lo puedo decir muy bien.

Vamos al asunto que nos ocupa hoy. Revisemos qué tal está siendo el comportamiento de Icaria Patrimonio FIL en julio. Lo primero que hay que comentar es que el inicio es complicado y atípico, ya que suscribir los fondos que suscribimos, al ser fondos muy exclusivos y de difícil acceso, son las gestoras las que nos hacen una *Due Diligence* a nosotros, quiénes somos, tenemos que estar mandando documentación sobre el banco, sobre mi persona y sobre absolutamente todo durante meses. No es algo de un día ni de semanas. En el caso del fondo Transtrend, llevamos seis meses en el proceso.

Eso conlleva que julio, que ha sido el primer mes en el que el fondo está invertido, el primer Valor Liquidativo real, la liquidez media del fondo ha estado en torno al 30%, aunque cerramos el mes en el 25 %. A pesar de ello, **la rentabilidad bruta fue del 1,1 %,** para la Clase I de 1,08 % y para la Clase A creo que 1,06 % más o menos, con un 70% de la inversión acometida. Lo cual es un retorno en base a lo esperado. El aspecto más peculiar es que gran parte lo teníamos en liquidez y aún queda bastante. Nuestro objetivo de liquidez es en torno a un 5 % ó 10 %, dependerá del contexto y de las oportunidades.

El primer Valor Liquidativo invertido ha sido julio, pero escribimos un artículo con el cierre de junio, en el que hablamos de cuál habría sido el comportamiento en ese mes si hubiésemos estado invertidos.

https://funds.icariapatrimonio

	Rentabilidad junio 2025
ICARIA PATRIMONIO	0,0%
Liquidez	0,1%
Private Debt	0,3%
Real Asset	-0,7%
Hedge Funds	-1,9%
Private Equity	-0,7%
Equity Cotizado	1,6%

Datos pro-forma no auditados. Se asume que la cartera de Icaria Patrimonio ya ha alcanzado su objetivo de asset allocation. Esta información se ofrece con fines ilustrativos y no es el reflejo de una rentabilidad efectivamente generada.

https://t.me/IcariaPatrimonio

No es un resultado real. Es un resultado pro-forma no auditado. Estos rendimientos son en euros. En junio, el dólar se fue a un -4,5% para los inversores en euros. Implica que el efecto divisa es un -4,5%. Esto perjudicó mucho a las categorías de activos que estáis viendo, ya con el efecto divisa aplicado. Por eso junio fue prácticamente plano; Liquidez en euros un 0,1%. Deuda Privada un 0,3%. Real Assets y Hedge-Funds negativos un -0,7% y -1,9%, sobre todo por el dólar, porque el rendimiento en divisa local fue positivo. Private Equity lo mismo, un -0,7% y Equity Cotizado subió un 1,6% y fue lo que aportó más rentabilidad al FIL. Esto de junio que, como digo, no fue una rentabilidad real, no se obtuvo, porque el fondo estaba invertido a partir de julio, que es lo que veremos a continuación.

En julio, que ya estábamos invertidos con una media de liquidez del 30%, fue cuando conseguimos el 1,08% y el 1,05% para las distintas clases. Esta vez el dólar fue a favor, aproximadamente un +2%. Quien quiera leer el comentario completo, lo tiene en la página 230 de este dossier.

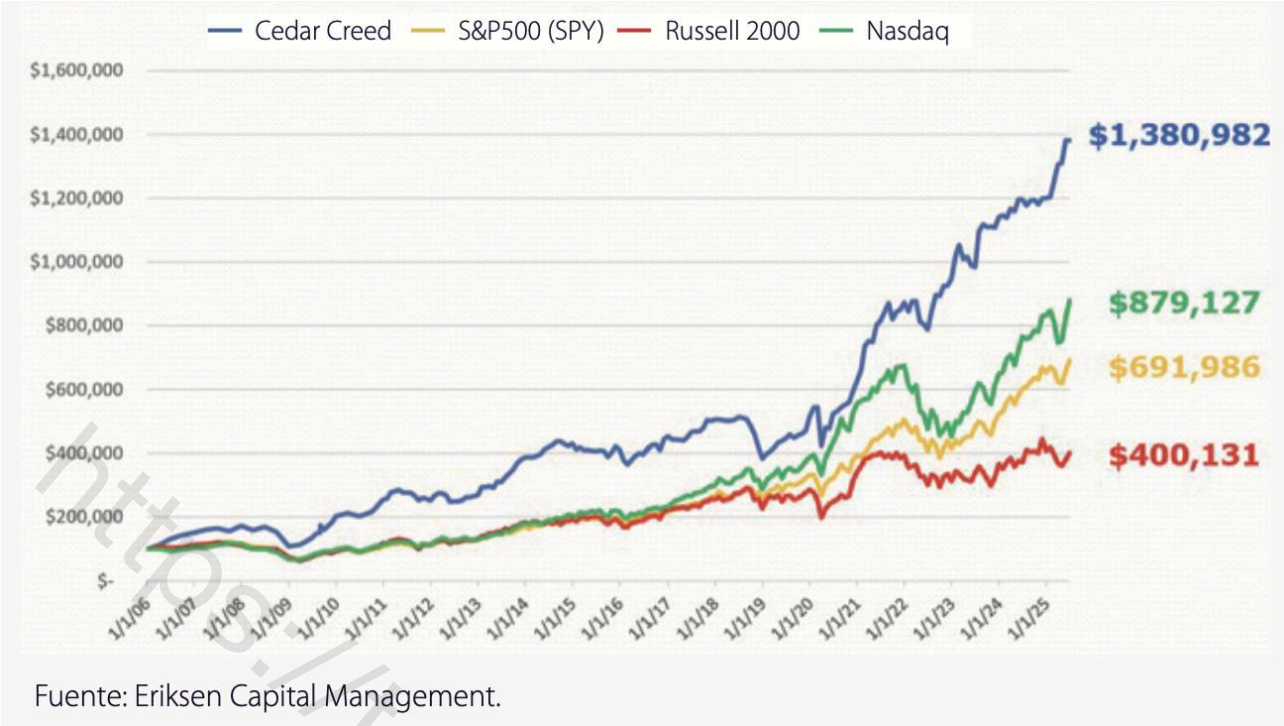
Así que fue un resultado en el mes de julio normal, el esperado para un perfil de fondo poco volátil como el que hablamos, **con un objetivo de rentabilidad en torno al 8% neto anual**, un mes normal.

Sobre los fondos que tenemos en el *pipeline*, en la coctelera de **posibles fondos futuros que estamos mirando, hay más de 20 fondos de primer nivel; fondos de KKR, de Carlyle, de Oaktree, de Boutiques que son de lo mejor de lo mejor.**

En el informe de julio (página 230) hablamos de **Bonsai Partners**, con un track record del **22% anualizado, frente a un 14,9% del S&P500**, es decir, pulverizándolo. Hay pocos fondos UCITS, por no decir prácticamente ninguno, que tengan un rendimiento en el mismo periodo del 22%, y eso es una de las grandes ventajas de los fondos de Renta Variable en los que invertimos, que en el universo de fondos UCITS, es decir, los que se pueden contratar en Europa, prácticamente no hay ninguno que consiga estas rentabilidades, por los requisitos de regulación que hay, que son bastante extremos. En el informe también **hablamos de por qué lo descartamos**, a pesar de tener un 22% contra un 14,9% del S&P500, es un fondo que descartamos nosotros, sobre todo por motivos relacionados con su riesgo. Para que entendáis que nuestro proceso de análisis, pensamiento y razonamiento versa siempre sobre la seguridad.

El trabajo que podemos hacer nosotros es como el de alguien que se dedique profesionalmente a analizar fondos, sea para formación o para gestionar carteras, es exactamente lo mismo. **Nosotros no invertimos directamente**, sino que analizamos los mejores fondos del planeta Tierra, sin restricción de que tengan que ser españoles, como la mayoría de los analistas que hay en España, que se tienen que ceñir a lo que se comercializa en España. Nosotros no, porque invertimos a través de un FIL, que tiene mucha mayor flexibilidad. Esa es la gran ventaja. Así que básicamente el trabajo que hacemos es ese, **con la experiencia de más de una década haciéndolo, siempre es un valor añadido.**

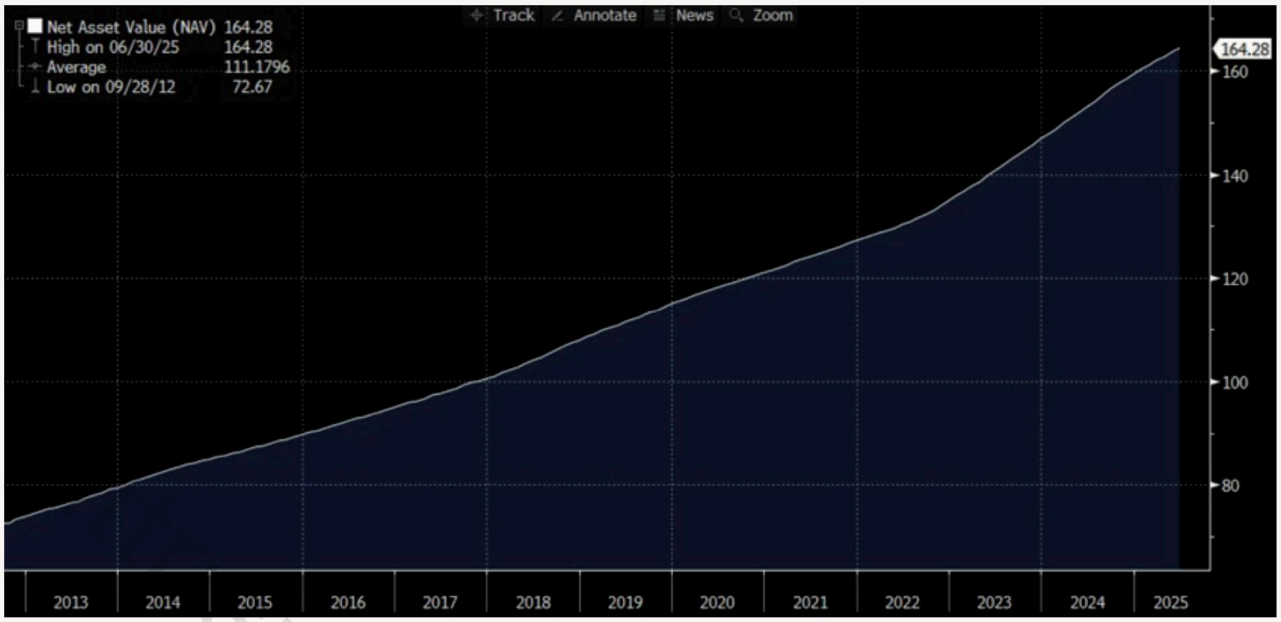
https://t.me/LegriaPatrimonio



Fuente: Eriksen Capital Management.

Cedar Creek es otro de los fondos que mencionamos en el informe de julio. Podemos ver el comportamiento contra el S&P 500 desde el año 2006. **Su consistencia es impresionante.** Como digo, fondos que se comercialicen en España, que se analicen en Substack o Twitter y que tengan este rendimiento, no hay ninguno, ni siquiera el Nasdaq o similares. Además, Cedar Creek no invierte en acciones que estén en el MSCI World. La mayoría, por no decir prácticamente todas, no tienen nada que ver con el MSCI World o el Nasdaq. Eso es algo reseñable. Es invertir en small-cap, en mid-cap y conseguir esos retornos. Eso es lo realmente complicado

https://t.me/IcanaPatrimonio



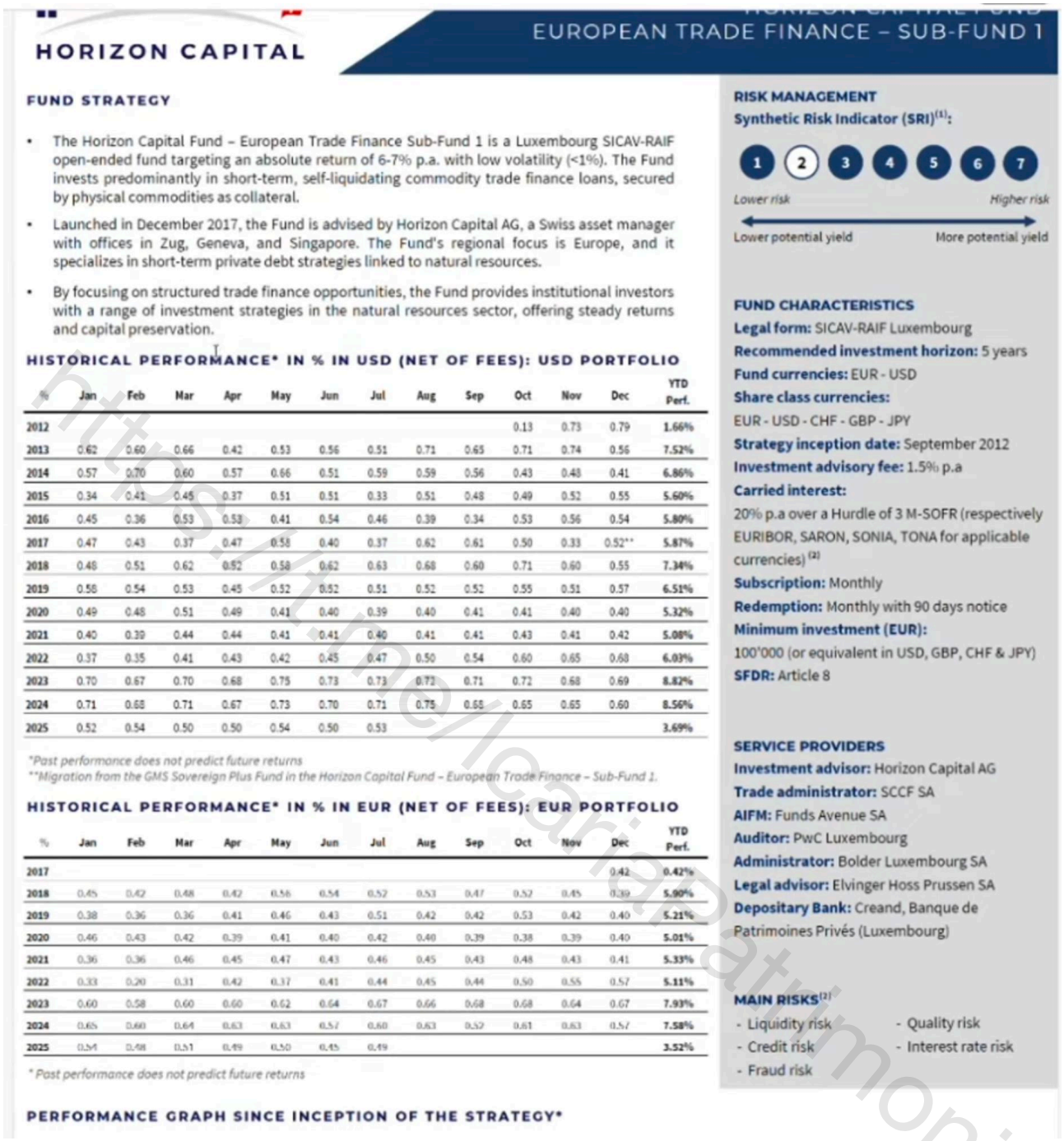
Fuente: Bloomberg

Y por último, **Horizon Capital Fund**, un fondo que sí entrará en el mes de agosto dentro de Icaria Patrimonio FIL. Se trata de una gestora suiza, una Boutique de primer nivel. Hemos estado reunidos con ellos múltiples veces y aquí tenéis el rendimiento desde el año 2012, con liquidativos mensuales. **Tiene una volatilidad aproximada del 1%, con una rentabilidad anualizada en torno al 8%**. Impresionante. Hemos estado reunidos con ellos, publicaremos un artículo explicando lo que hacen, cómo lo hacen y cómo está controlado el riesgo por medio de seguros contra el colateral. Porque son préstamos con colateral, como a nosotros nos gusta.

No son Senior Loans, sino algo que se denomina ***Trade Finance***. Este concepto lo explicaremos con detalle más adelante, para entender por qué es tan interesante y por qué nos interesa tanto esta Boutique suiza tan potente. Tienen más de 2.000 millones bajo gestión y es un fondo tremendo. **El gráfico es increíble, sobre todo porque ha pasado por todo tipo de historias y ahí está aguantando.**

Es un fondo muy bueno y muy protegido, sobre todo porque tiene el colateral, el valor del colateral es mayor que el valor del préstamo. La historia de la gestora es tremendamente interesante. Lo que más nos gusta de este perfil de fondos es analizar el subyacente, entenderlo, reunirnos con ellos como si fueran una empresa, como si estuviéramos analizando una empresa, pero aquí lo que analizamos es el proceso.

https://t.me/icariaPatrimonio



HORIZON CAPITAL

EUROPEAN TRADE FINANCE – SUB-FUND 1

FUND STRATEGY

- The Horizon Capital Fund – European Trade Finance Sub-Fund 1 is a Luxembourg SICAV-RAIF open-ended fund targeting an absolute return of 6-7% p.a. with low volatility (<1%). The Fund invests predominantly in short-term, self-liquidating commodity trade finance loans, secured by physical commodities as collateral.
- Launched in December 2017, the Fund is advised by Horizon Capital AG, a Swiss asset manager with offices in Zug, Geneva, and Singapore. The Fund's regional focus is Europe, and it specializes in short-term private debt strategies linked to natural resources.
- By focusing on structured trade finance opportunities, the Fund provides institutional investors with a range of investment strategies in the natural resources sector, offering steady returns and capital preservation.

HISTORICAL PERFORMANCE* IN % IN USD (NET OF FEES): USD PORTFOLIO

%	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD Perf.
2012										0.13	0.73	0.79	1.66%
2013	0.62	0.60	0.66	0.42	0.53	0.56	0.51	0.71	0.65	0.71	0.74	0.56	7.52%
2014	0.57	0.70	0.60	0.57	0.66	0.51	0.59	0.59	0.56	0.43	0.48	0.41	6.86%
2015	0.34	0.41	0.45	0.37	0.51	0.51	0.33	0.51	0.48	0.49	0.52	0.55	5.60%
2016	0.45	0.36	0.53	0.53	0.41	0.54	0.46	0.39	0.34	0.53	0.56	0.54	5.80%
2017	0.47	0.43	0.37	0.47	0.58	0.40	0.37	0.62	0.61	0.50	0.33	0.52**	5.87%
2018	0.48	0.51	0.62	0.52	0.58	0.62	0.63	0.68	0.60	0.71	0.60	0.55	7.34%
2019	0.58	0.54	0.53	0.45	0.52	0.52	0.51	0.52	0.52	0.55	0.51	0.57	6.51%
2020	0.49	0.48	0.51	0.49	0.41	0.40	0.39	0.40	0.41	0.41	0.40	0.40	5.32%
2021	0.40	0.39	0.44	0.44	0.41	0.41	0.40	0.41	0.41	0.43	0.41	0.42	5.08%
2022	0.37	0.35	0.41	0.43	0.42	0.45	0.47	0.50	0.54	0.60	0.65	0.68	6.03%
2023	0.70	0.67	0.70	0.68	0.75	0.73	0.73	0.73	0.71	0.72	0.68	0.69	8.82%
2024	0.71	0.68	0.71	0.67	0.73	0.70	0.71	0.75	0.68	0.65	0.65	0.60	8.56%
2025	0.52	0.54	0.50	0.50	0.54	0.50	0.53						3.69%

*Past performance does not predict future returns
**Migration from the GMS Sovereign Plus Fund in the Horizon Capital Fund – European Trade Finance – Sub-Fund 1.

HISTORICAL PERFORMANCE* IN % IN EUR (NET OF FEES): EUR PORTFOLIO

%	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD Perf.
2017												0.42	0.42%
2018	0.45	0.42	0.48	0.42	0.56	0.54	0.52	0.53	0.47	0.52	0.45	0.39	5.90%
2019	0.38	0.36	0.36	0.41	0.46	0.43	0.51	0.42	0.42	0.53	0.42	0.40	5.21%
2020	0.46	0.43	0.42	0.39	0.41	0.40	0.42	0.40	0.39	0.38	0.39	0.40	5.01%
2021	0.36	0.36	0.46	0.45	0.47	0.43	0.46	0.45	0.43	0.48	0.43	0.41	5.33%
2022	0.33	0.29	0.31	0.42	0.37	0.41	0.44	0.45	0.44	0.50	0.55	0.57	5.11%
2023	0.60	0.58	0.60	0.60	0.62	0.64	0.67	0.66	0.68	0.68	0.64	0.67	7.93%
2024	0.65	0.60	0.64	0.63	0.63	0.57	0.60	0.63	0.52	0.61	0.63	0.57	7.58%
2025	0.54	0.48	0.51	0.49	0.50	0.45	0.49						3.52%

* Past performance does not predict future returns

PERFORMANCE GRAPH SINCE INCEPTION OF THE STRATEGY*

RISK MANAGEMENT

Synthetic Risk Indicator (SRI)[1]:

1 **2** 3 4 5 6 7

Lower risk — *Higher risk*

Lower potential yield — More potential yield

FUND CHARACTERISTICS

Legal form: SICAV-RAIF Luxembourg
Recommended investment horizon: 5 years
Fund currencies: EUR - USD
Share class currencies:
EUR - USD - CHF - GBP - JPY
Strategy inception date: September 2012
Investment advisory fee: 1.5% p.a
Carried interest:
20% p.a over a Hurdle of 3 M-SOFR (respectively EURIBOR, SARON, SONIA, TONA for applicable currencies) [2]
Subscription: Monthly
Redemption: Monthly with 90 days notice
Minimum investment (EUR):
100'000 (or equivalent in USD, GBP, CHF & JPY)
SFDR: Article 8

SERVICE PROVIDERS

Investment advisor: Horizon Capital AG
Trade administrator: SCCF SA
AIFM: Funds Avenue SA
Auditor: PwC Luxembourg
Administrator: Bolder Luxembourg SA
Legal advisor: Elvinger Hoss Prussen SA
Depositary Bank: Creand, Banque de Patrimoines Privés (Luxembourg)

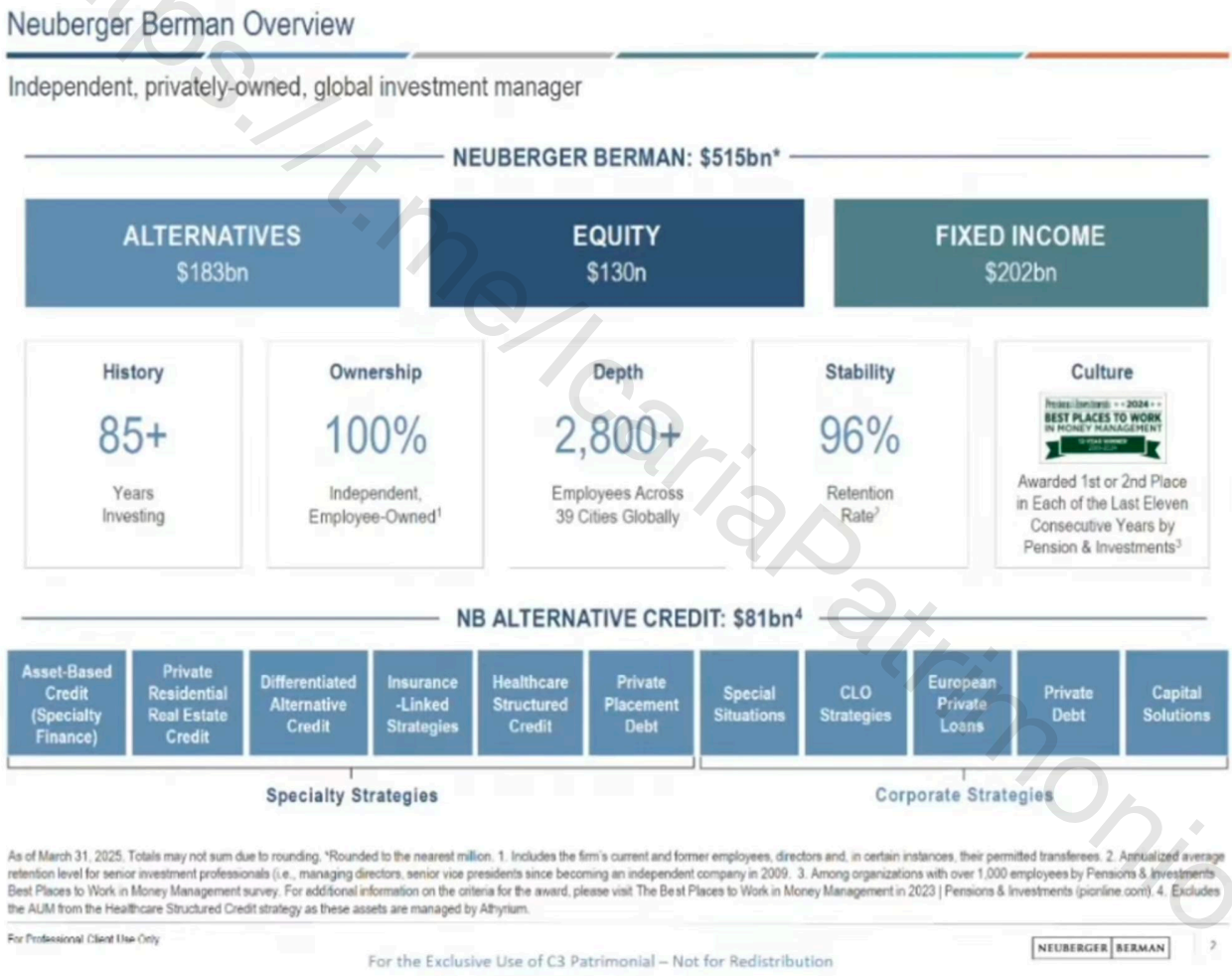
MAIN RISKS[2]

- Liquidity risk
- Credit risk
- Fraud risk
- Quality risk
- Interest rate risk

https://t.me/learnpatrimonio

Aquí tenemos el *track record* de **Horizon Capital Fund**, por años. Lo más interesante del fondo es que tienen estrategia en dólares y en euros. Y no es como la mayoría de fondos que veis en Morningstar. En esos fondos de Morningstar, está la estrategia en dólares y en euros, pero básicamente es lo mismo. Lo único que cambia es que si inviertes en euros, tú compras el fondo en euros pero tienes la exposición en la divisa de origen. Es decir, tu rendimiento, inviertas en la clase dólares o en la clase euros, es el mismo.

Aquí es diferente. Este es un fondo que invierte en préstamos en dólares, denominados en dólares. Y otro fondo que invierte en préstamos denominados en euros, con lo que ello conlleva. Por lo que no es pasar las rentabilidades del dólar a euros y no es hacer *hedge* (cubrir en euros) las rentabilidades de dólares. No es eso. Es muchísimo más top. **Icaria Patrimonio FIL invertirá directamente en la clase en euros**, que ha conseguido en el año 2023 un 8%, en el 2024 un 7,5% y lleva en lo que va de año a cierre de julio un 3,5%. Anualizado sería cerca de 6,5%, que está muy muy bien. **Es un fondo de difícil acceso**, la verdad. De muy difícil acceso, pero que este mes vamos a tener dentro de Icaria Patrimonio FIL.



También estamos analizando un fondo de Private Equity y otro de Deuda Privada de **Neuberger Berman**. **Gestora con 85 años de historia, propiedad de los empleados.** De las mejores. Estamos analizando dos fondos privados, Private Equity y Deuda Privada, que son muy muy top, para que veáis las casas que estamos planteando integrar dentro de Icaria Patrimonio en el futuro.

https://t.me/IcariaPatrimonio

MONTHLY PERFORMANCE, NET OF FEES

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD	S&P Financials
2025	7.03%	(2.05%)	(5.15%)	0.42%	7.87%	5.70%	6.62%						**21.38%**	8.50%
2024	1.51%	3.54%	5.34%	(2.36%)	4.32%	(0.54%)	11.56%	(1.62%)	0.97%	1.63%	18.19%	(4.97%)	**41.88%**	29.78%
2023	15.60%	1.55%	(13.35%)	7.00%	(1.06%)	6.74%	10.35%	(2.47%)	(0.17%)	(2.52%)	9.25%	9.63%	**44.18%**	11.66%
2022	1.07%	0.68%	(5.70%)	(3.99%)	1.45%	(12.06%)	8.13%	3.44%	(13.40%)	10.84%	3.93%	(4.04%)	**(11.99%)**	(10.15%)
2021	0.00%	7.09%	3.32%	3.20%	1.16%	(1.95%)	(0.01%)	1.50%	0.78%	1.35%	(0.94%)	6.52%	**23.86%**	34.55%
2020	(2.26%)	(11.02%)	(36.23%)	22.38%	7.75%	10.71%	5.46%	7.01%	0.29%	6.24%	15.61%	5.17%	**18.39%**	(1.91%)
2019	17.76%	4.44%	(2.60%)	4.25%	(4.74%)	4.58%	1.05%	(4.86%)	7.60%	0.98%	2.87%	3.32%	**38.10%**	31.22%
2018	8.59%	(2.36%)	(4.57%)	1.20%	0.44%	(0.12%)	4.06%	0.22%	(1.31%)	(7.37%)	(0.29%)	(14.01%)	**(16.02%)**	(13.03%)
2017	1.19%	5.58%	(3.54%)	1.09%	(3.75%)	3.02%	4.78%	(3.21%)	4.67%	(1.12%)	3.50%	5.14%	**17.98%**	20.89%
2016	(12.35%)	2.02%	8.77%	4.68%	3.00%	(9.79%)	12.80%	4.95%	(0.77%)	1.72%	23.95%	5.67%	**48.08%**	24.28%
2015	(6.78%)	3.56%	(2.34%)	3.67%	0.74%	(0.90%)	(3.78%)	(4.55%)	(5.96%)	4.60%	2.49%	(9.85%)	**(18.55%)**	(0.72%)
2014	0.27%	8.12%	(0.48%)	(2.69%)	(0.49%)	0.88%	(2.27%)	1.44%	(1.87%)	(2.89%)	(0.04%)	(0.52%)	**(0.97%)**	14.89%
2013	8.26%	3.97%	4.11%	3.80%	5.89%	(3.78%)	2.70%	(3.51%)	(0.71%)	5.06%	4.73%	2.68%	**37.76%**	34.20%
2012	4.55%	1.65%	7.51%	(1.37%)	(0.67%)	3.99%	1.94%	(1.57%)	2.40%	7.61%	1.72%	3.01%	**34.87%**	26.90%
2011	14.03%	9.26%	(4.00%)	1.20%	6.43%	1.32%	0.36%	(5.00%)	(5.34%)	2.76%	(0.41%)	(4.34%)	**15.34%**	(15.01%)
2010	(2.97%)	6.01%	4.55%	5.77%	(3.00%)	(17.98%)	3.93%	(6.65%)	7.03%	7.73%	5.61%	5.13%	**12.39%**	13.31%
2009	22.60%	7.00%	19.23%	11.00%	17.19%	20.93%	7.90%	15.28%	(0.50%)	(12.63%)	(0.87%)	8.65%	**186.31%**	15.46%
2008							(1.89%)	(7.24%)	(21.90%)	16.63%	(7.93%)	11.02%	**(15.26%)**	(33.48%)

PERFORMANCE AND RISK ANALYSIS

Net Performance	Gator Financial	S&P 500 TR	S&P 1500 Financials TR
Annual Compound Return	22.18%	11.97%	9.34%
Cumulative Return	2,963.24%	590.16%	359.73%
% of Profitable Percentage	62.44%	67.80%	58.05%
Risk Analysis			
Annualized Volatility	25.91%	15.71%	22.12%
Sharpe Ratio (RFR)	0.73	0.64	0.35
Sortino Ratio (RFR)	1.29	1.10	0.59
Downside Deviation	15.71%	10.36%	15.29%

Top 5 Long Positions	% of NAV*
Société Générale S.A.	9.06%
First Citizens Bancshares	7.32%
Robinhood Markets Inc.	6.52%
Axos Financial Inc.	5.21%
SLM Corp.	5.00%

*Top 5 positions represent delta adjusted position values.

Otro fondo que tenemos en el *pipeline*. En este caso, se trata de **Gator Financial Partners**. Un *Hedge-Fund* que nos gusta mucho porque complementa lo que tenemos. Los fondos que tenemos de renta variable en Icaria Patrimonio no tienen prácticamente nada de exposición al sistema financiero, y **este es un fondo con foco en financiero.** Desde 2008 veis la rentabilidad del fondo y veis la rentabilidad del S&P500. No estamos hablando de tres o cinco años. Estamos hablando desde el año 2008, pulverizando al S&P500.

Una rentabilidad anualizada del 22% en 17 años, frente al 12% del S&P500. No está nada mal. Conocemos bien al equipo, nos gusta, y hacen algo que no tiene nada que ver con lo que tenemos en Icaria Patrimonio FIL, por lo que complementa muy bien, que es otro de los aspectos que buscamos; buscar fondos que complementen bien a lo que ya tenemos.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Hedge Fund Select: RIEF Ltd

Goldman Sachs | Asset Management

Monthly Performance: Underlying Advisor Fund

December 2024

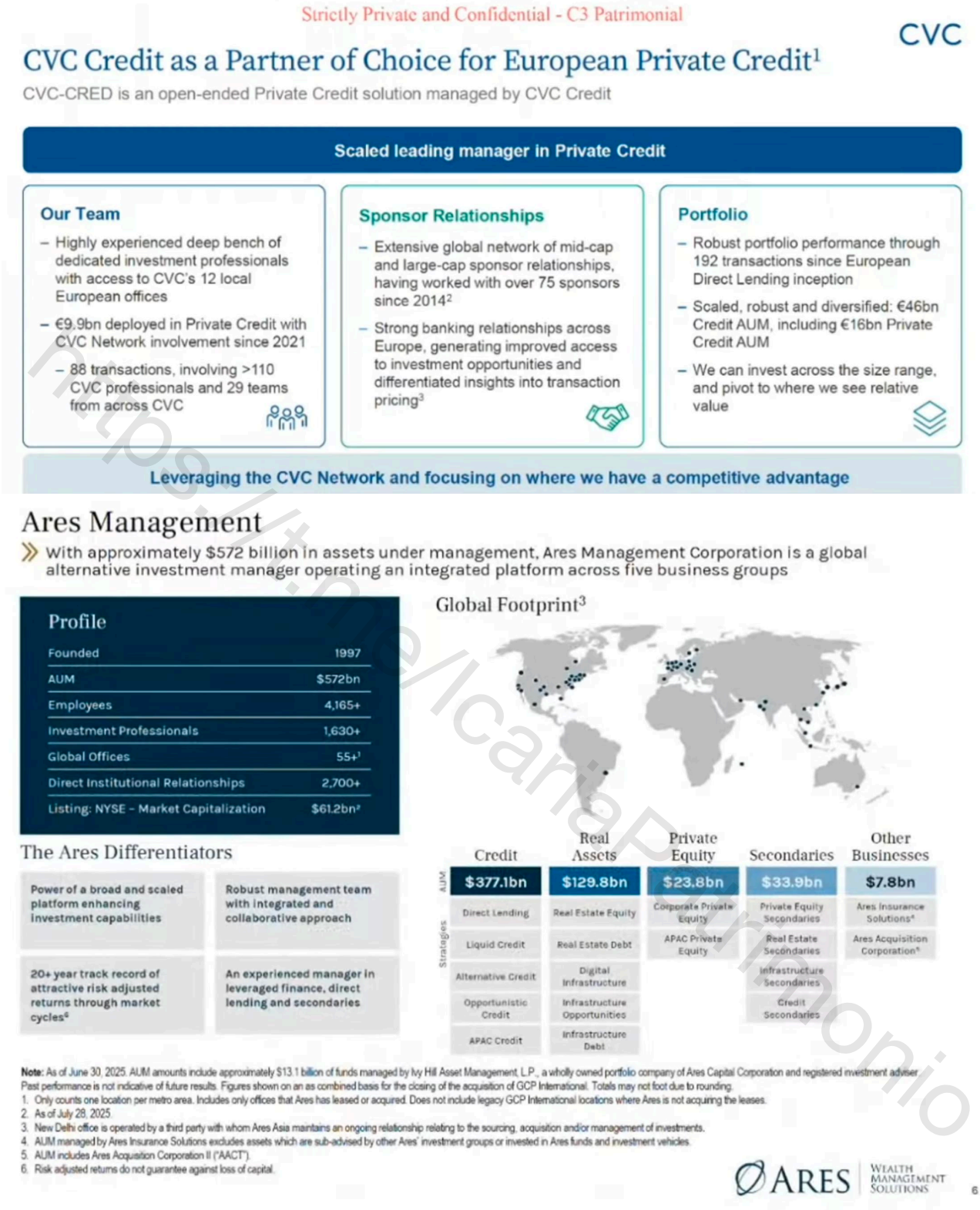
HISTORICAL NET PERFORMANCE: RENAISSANCE INSTITUTIONAL EQUITIES FUND INTERNATIONAL L.P.

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Return
2024	4.7%	-0.3%	0.1%	1.6%	0.6%	3.6%	2.2%	5.0%	2.2%	-0.2%	1.2%	-1.2%	21.0%
2023	-0.4%	-1.2%	4.5%	-0.3%	-3.0%	0.3%	1.0%	1.9%	0.7%	0.9%	3.2%	-1.5%	6.0%
2022	-2.2%	-1.6%	3.1%	1.8%	-2.5%	1.6%	-2.7%	-6.8%	-3.4%	9.7%	5.2%	2.3%	3.5%
2021	-9.6%	1.7%	3.7%	5.6%	4.3%	-4.4%	7.0%	1.8%	-3.6%	3.4%	-1.2%	9.7%	18.1%
2020	-0.0%	-6.0%	-7.9%	1.7%	2.0%	-5.0%	2.3%	0.3%	-4.7%	-4.1%	-3.1%	3.4%	-19.9%
2019	3.0%	0.5%	0.8%	1.9%	-3.0%	1.3%	0.8%	0.5%	1.6%	1.9%	-1.1%	1.7%	10.2%
2018	2.0%	-3.1%	2.4%	-1.1%	-0.7%	1.1%	4.0%	2.4%	1.3%	-2.5%	3.2%	-2.2%	6.7%
2017	-1.1%	3.3%	0.6%	2.4%	4.3%	-2.7%	1.0%	1.6%	-0.8%	4.1%	2.5%	-2.4%	13.3%
2016	6.8%	2.6%	2.2%	-4.2%	0.5%	4.5%	3.0%	-2.0%	-2.1%	3.2%	-1.8%	5.7%	19.5%
2015	1.9%	-0.7%	0.5%	-1.5%	-2.3%	-1.8%	6.7%	-0.4%	7.5%	4.3%	-0.5%	1.3%	15.4%
2014	-5.1%	1.7%	4.0%	-0.2%	0.8%	-3.5%	-0.2%	1.6%	2.9%	6.3%	3.4%	1.0%	12.7%
2013	4.6%	2.2%	3.5%	1.4%	-3.2%	-0.6%	1.7%	-4.9%	1.5%	8.5%	1.0%	-0.3%	15.7%
2012	-0.1%	3.3%	4.7%	0.8%	-1.5%	-0.4%	1.7%	-1.4%	1.5%	-1.8%	2.4%	-2.1%	7.2%
2011	0.6%	3.0%	4.2%	5.1%	3.1%	1.4%	-1.3%	4.7%	0.7%	4.4%	1.5%	1.5%	32.8%
2010	-1.8%	2.8%	3.6%	0.6%	-4.5%	2.2%	3.1%	-3.0%	7.4%	3.6%	0.9%	-0.8%	14.2%
2009	-4.6%	-4.7%	0.3%	-9.4%	0.7%	3.8%	3.7%	-2.3%	2.0%	-0.6%	1.7%	3.2%	-7.0%
2008	-4.4%	-0.1%	-2.6%	0.6%	2.8%	-5.4%	4.6%	-0.7%	-5.6%	-6.0%	-2.3%	-0.0%	-18.0%
2007	0.1%	-1.0%	2.1%	3.2%	0.8%	-0.6%	-4.1%	0.3%	0.4%	-0.8%	0.2%	-2.4%	-1.9%
2006	1.6%	0.5%	1.7%	3.1%	-1.5%	1.3%	4.9%	0.9%	1.5%	1.1%	-1.6%	4.8%	19.6%
2005								0.2%	1.8%	0.1%	1.7%	0.4%	4.3%

Aquí tenemos un ejemplo de un fondo que analizamos, **Renaissance Institucional Equities Fund International L.P**. Para quien no lo conozca, es la gestora que creó Jim Simmons, **el gestor que generó las rentabilidades más increíbles en la historia.** Este obviamente no Medallion Fund, el fondo insignia (y restringido sólo a sus empleados) de Jim Simmons. Es un fondo que nos trajo Goldman Sachs, que es uno de los players con los que trabajamos en alternativos. Es un buen fondo, que finalmente descartamos por diversos motivos. Pero con estos ejemplos os hacéis una idea de las gestoras que miramos.

https://t.me/IgariaPatrimonio

Strictly Private and Confidential - C3 Patrimonial



También estamos mirando CVC o Ares. De Ares estamos mirando dos vehículos muy potentes en deuda. **Ares es una gestora creada en 1997, con casi 600.000 millones bajo gestión** y son muy, muy potentes. En la parte de Deuda Privada, que es la que más nos interesa, tienen 377.000 millones en crédito. Imaginad las capacidades que tienen. Son gente, muy, muy top.

PDLF: an asset-based lending private credit strategy

Strategy	Opportunity	Edge
• **Income-oriented private credit** strategy with focus on asset-based lending	• Aim to capitalize on the **evolution of private credit toward asset-backed opportunity set**	• **Asset Based Lending platform with over $200bn of capital deployed** in private opportunities since 2007
• Current **income distribution of 8%[1] with monthly subscriptions** and quarterly redemptions (5% fund-level limit)	• **Asset-based lending markets offer attractive yields** as traditional banks re-trench due to regulatory pressure	• **Leveraging 50 years of Credit and Fixed Income investing,** with global sourcing network
• **Highly diversified portfolio with dynamic allocations across** mortgage, specialty finance, real estate, and corporate markets	• **Diversifying source of private credit** with complementary income streams and collateral backing	• **Proprietary data and analytics, covering 40bn datapoints** across mortgage and consumer credit to enhance underwriting

- An investment in any PIMCO managed private strategy entails a high degree of risk and investors could lose all or a portion of their investment.
- [1]Target Return is not a guarantee, projection or prediction and is not indicative of future results

As of 30 April 2025. SOURCE: PIMCO. The views expressed are those of PIMCO. Statements of opinion are subject to change, without notice, based on market and other conditions. No representation is made or assurance given that such views are correct. There can be no guarantee that the trends mentioned will continue.
[1] Income distribution target range is 6% - 9%. **The Target Income Distribution is not a guarantee, projection or prediction and is not indicative of future results of a fund. There can be no assurance that a fund will achieve the Targets and actual results may vary significantly from the targets. An investor may lose all of its money by investing in a fund.**
Refer to Appendix for investment strategy, outlook, target return and risk information.

PIMCO

8

KKR

KKR Infrastructure Fund ("KIF")

Innovative open-ended strategy that provides access to KKR's well-established infrastructure platform

KIF seeks to generate attractive risk-adjusted returns, consisting of both income and capital appreciation by providing investors with access to KKR's industry-leading infrastructure platform.

13.13% | 12.18%	4.30% | 4.38%	$2.87B	26
Inception To Date (ITD) Annualized Net Performance[2] (Class RA | Class NA)	Q2 25 Annualized Distribution Rate[3] (Class RD | Class ND)[3]	Net Asset Value[4] (USD)	Portfolio Companies

Past performance is no guarantee of future results. This performance data reflects an "early investor" share class, closed to new investors, with a 1% management fee until May 31, 2028. Investments from December 1, 2024 will enter share classes with a 1.25% fee, reducing performance accordingly. See past performance tables later in this document for more detail on individual share class performance.

Capital Raise & Portfolio Update

KIF's portfolio has continued to grow, reaching over $2.87B in NAV as of June 2025.

In June, we added a new North American deal to the KIF portfolio, increasing exposure to the Fiber sector:

• **Metronet** builds and operates a network of 100% fiber-optic internet lines reaching over 2.5 million U.S. households across 19 states. KKR acquired this business as a 50/50 joint venture with T-Mobile whereby Metronet will transition from a retail internet provider to a wholesale network infrastructure model with T-Mobile as the exclusive customer under a 30-year, "take-or-pay" contract with annual escalators where T-Mobile agrees to pay for a minimum number of subscribers, regardless of customer conversion. The Company likes this business because it pairs T-Mobile's strong brand with Metronet's construction expertise to rapidly expand access to fast, reliable internet technology across the U.S.

Please note, we've revised the allocation charts to provide greater visibility across the infrastructure sectors to which KIF is exposed.

We believe KIF's portfolio of 26 companies offers scale and diversification, mainly providing investors with exposure to the major themes we pursue today in Fiber (21%), Renewables (15%), Telecom Towers (10%), and Energy & Utilities (10%), among other sectors, as of June 30th.

KIF Overview

As of June 30, 2025

Legal Name	KKR Infrastructure Fund SICAV SA
Structure	Luxembourg Part II UCI
Inception Date	June 1, 2023
Term	Open-Ended fund

Top 10 Investments by NAV[4]

#	Investment	Sector
1	**Metronet**	Fiber
2	**Vantage Towers**	Telecom Towers
3	**FiberCop NetCo**	Fiber
4	**Grove**	Social Infrastructure
5	**Enilive**	Other
6	**Encavis**	Renewables
7	**Greenvolt**	Renewables
8	**Smart Metering Systems**	Energy & Utilities
9	**CyrusOne**	Data Centers
10	**QAL**	Transportation

https://t.me/icariaPatrimonio

También **estamos analizando un fondo de deuda privada de PIMCO y un fondo de infraestructuras de KKR**, que estamos mirándolos para incluir en la parte de activos reales (Real Assets).

Y esto es un pequeño vistazo a lo que vamos analizando. **Tenemos unos veintipico fondos en el cajón de las posibles incorporaciones para Icaria Patrimonio FIL**, de cara al futuro. Os enseñamos sólo algunos. Hay otros que no podemos enseñar, porque son confidenciales y no se puede compartir el material comercial, etcétera, etcétera. Tampoco nos gusta decir todos los fondos que estamos mirando para invertir porque probablemente nos pueda copiar gente, es algo evidente. Así que os comparto estas píldoras, que seguro que a los partícipes les resulta interesante ver por dónde estamos moviéndonos, dónde estamos mirando y dónde estamos intentando complementar el Asset Allocation que tenemos, que para mí ya es de lo mejorcito, gracias a poder invertir en las **gestoras que para mí son de lo mejor del mundo. Gestoras con un track record en algunos casos de 40 años, como el caso de Transtrend o el caso de Campbell.**

Preguntas de los partícipes

Abordamos ahora algunas cuestiones que nos han planteado los partícipes, recientemente,

¿En el futuro se podría plantear una inversión en dos FIL por separado, eligiendo exclusivamente si hacerlo en el 50% más conservador o en el 50% más dinámico que actualmente, en conjunto, componen Icaria Patrimonio FIL?

Probablemente sí, pero ahora mismo estamos centrados en lo que tenemos, que no es poco. Ahora mismo, entre fondos y carteras gestionadas, estamos en torno a 150 millones de euros. Es mucho trabajo el que tenemos y me gusta hacerlo bien. Una vez estemos ya con todas las piezas como me gusta y haya más recursos de tiempo ociosos, podemos mirar esa alternativa. De momento estamos centrados en Icaria Patrimonio FIL, que para mí es muy importante, y en el futuro ya se verá. No es descartable, desde luego que no, porque las relaciones institucionales se incrementan más cada vez más. Yo estoy conociendo y hablando con nuevas gestoras todas las semanas y tiene sentido, pero ahora mismo puedo decir que no, en el año 2025 no va a ser, en el año 2026 ya veremos.

https://t.me/IcariaPatrimonio

¿Alguna vez se bajará el mínimo de 50.000 € para invertir?

No, no se bajará, lamentablemente. A mí me gustaría que pudiese invertir cualquiera, y lo digo de forma honesta, pero el mismo punto que llevaría a que cualquiera pudiese invertir, perjudicaría a quien está invertido. Es decir, si esto se convierte en un fondo con 4.000 partícipes como la cartera permanente, va en contra de los intereses de la gente que está invertida. Y aunque tendríamos mucho más capital bajo gestión y yo ganaría más dinero, hablando claro, es algo que no vamos a hacer. Porque conllevaría que el fondo fuese mucho más difícil de gestionar, y no es lo que me interesa ni a mí ni a nadie que tenga su dinero y su confianza puesta en este FIL.

Sobre el Valor Liquidativo y su fecha de publicación. Por ejemplo, los clientes que entraron en agosto en el FIL, ¿sabrían el Valor Liquitativo un mes después?

Sí, a ver, para entrar en agosto se tiene que suscribir el fondo en julio. Entonces el 31 julio te asignan un Valor Liquidativo y, a partir de ahí, estarías invertido en mercado en agosto, que sabrías tu liquidativo a finales de septiembre. Siempre un mes de decalaje, es decir, agosto se sabe aproximadamente 30 de septiembre, septiembre se sabe aproximadamente 30 de octubre y así sucesivamente. Por eso, el último comentario de mercado que hemos publicado es de julio y está publicado esta semana, que estamos en septiembre. ¿Por qué? Pues porque se conoció el liquidativo el 28 o 29 de agosto. Ese es el motivo. Funciona así. ¿Por qué? Porque aunque en muchos fondos tenemos los liquidativos diarios, hay en otros que tenemos los liquidativos el día 5 del mes, y luego hay otros que llegan el día 15, o incluso el día 20. Entonces, para dar un Valor Liquidativo fiel y en base a las normas del regulador, se espera a tener el liquidativo de todos y se publica cuando esté todo. Ahora que terminó agosto y publicaremos a finales de septiembre, yo ya sé al menos más de la mitad de los activos cómo lo han hecho en agosto, y sé que han ido bien. Falta la otra mitad.

¿Por qué eliges este enfoque "endowment"? ¿Por qué crees que es la mejor opción hoy en día para proteger los ahorros de los partícipes?

Porque cuando empiezas en esto, en mi caso hace ya 12 años, Banca Privada, te centras en el mundo líquido, el universo UCITS, y eso tiene muchas limitaciones. Por ejemplo, el fondo Blackstone Partners, que tiene su versión oficial Hedge-Fund real, donde invierten el dinero los propios fundadores de Blackstone, tiene tránsito desde 1992, y lo ha hecho

https://t.me/lealpatrimonio

espectacular. Es un fondazo, a pesar del drawdown del 15% de 2008. Pues en el año 2015, sacaron un fondo UCITS que se comercializa en España, que es el Blackstone Multistrategy Diversified, y el rendimiento no se parece en nada. ¿Por qué? Porque en base en la regulación UCITS, estás tremendamente limitado y es imposible replicar los rendimientos de un fondo que tiene más de 30 años de histórico. Así que conforme he ido evolucionando, gracias a los trabajos en los dos Family-Office que he llevado con cientos de millones de euros, he podido acceder a este tipo de vehículos. Así que considero que complementar activos líquidos de primer nivel, que también los hay, con activos privados de primer nivel, es lo que yo haría si tuviese un patrimonio de 100 millones de euros, que por desgracia no lo tengo. Pero al menos tengo la suerte de poder invertir de la misma forma, gracias al FIL. Y es lo que creo que es apropiado, poder invertir tanto en renta variable cotizada como en no-cotizada. Y lo mismo en renta fija cotizada y en no-cotizada. ¿Por qué? Porque lo no-, por ser más ilíquido, te da una prima adicional, te paga más. Y como yo invierto a largo plazo de verdad, estoy dispuesto a recibir esa prima a cambio de una mayor iliquidez. Y para mí es lo que tiene más sentido común. Invertir en empresas, invertir en deuda, invertir en los mejores Hedge-Funds del mundo, invertir en activos reales como son infraestructuras, como son inmuebles, que tenemos residencias de estudiantes y también tendremos inmuebles, etcétera. Y, todo combinado, te da el Asset Allocation que para mí es el ideal. Porque ahora mismo parece que lo ideal es tener todo tu patrimonio expuesto a Renta Variable, porque los rendimientos son tremendamente anormales en base a la historia estadística, están muy por encima de lo normal, probablemente los próximos diez años estén por debajo de lo normal, básicamente por norma estadística. Y, para mí, aunque la Renta Variable es uno de los activos más atractivos para invertir, no es el único. Y combinarlo es lo ideal cuando dispones de un patrimonio que te ha costado mucho ganar, lo tienes diversificado en activos que tienen menos relación entre sí, no correlación negativa, sino menos relación entre sí, por lo que tu camino va a ser muchísimo más tranquilo que si inviertes solamente en Renta Variable. Además de que invertir en Renta Variable te puede llevar a periodos de incluso cinco años donde lo puedes hacer mucho peor de lo esperado. Es complicado desde el punto de vista de la gestión y es complicado desde el punto de vista del partícipe de la inversión. Yo creo que esto facilita mucho las cosas desde ambas partes. Ese es el motivo que me lleva a invertir así. Nos veremos pronto de nuevo para repasar el próximo cierre, que será a finales de septiembre.

https://t.me/LoriaPatrimonio

Críticas adicionales (12-sept-2025)

Crítica de José Suárez-Lledó (x.com/SuarezlledoJ)

Un miembro de la comunidad financiera me ha pedido que analice esta propuesta de fondo de fondos, Icaria Patrimonio FIL.

No me he podido detener mucho a analizarlo, pero intento dejar algunas reflexiones desde el respeto hacia otros profesionales del sector (siendo yo asesor de mi propio fondo) y la cautela de no ser mi *expertise* en fondos de activos alternativos como Private Equity o Deuda Privada:

Es interesante del fondo que su modelo (ya conocido en *endowments* en el mundo anglosajón, pero menos habitual en España) combina mercados cotizados y privados. Esto puede dar puntas de retorno a la cartera y mayor diversificación. Pero tiene que implementarse bien, porque los proyectos de Private Equity tienen su riesgo no desdeñable. En principio no elegiría el gestor los proyectos, entiendo, sino que seleccionaría fondos cuyos gestores harían esas elecciones, y el gestor miraría fondos con criterio, experiencia etc.

La propuesta tiene su interés, y así lo han demostrado *endowments* en otros sitios. Pero también tiene su precio a pagar. Comento pros y contras y temas a tener vigilados:

Pros:

La combinación de activos tradicionales (mercados cotizados) con reales y alternativos, exposición global que busca desacople del mercado. Pero cuidado porque en la práctica cuando los bolsillos se cierran en mercados *risk-off*, también puede cerrarse liquidez o tener problemas de implementación de proyectos (activos reales). Esto supongo que se explica en los dossieres de los fondos que elija el gestor, y éste debería también trasladar esta estimación de riesgo a los inversores.

El track record de los fondos alternativos suele ser bastante bueno, así que la clave está en seleccionar los correctos. Y elegir el punto de entrada y salida. Por cierto, algunos de

https://t.me/IcariaPatrimonio

estos fondos tienen restricciones sobre la disposición de tu capital en los primeros X años y condiciones similares. Esto es algo que el gestor debe tener en cuenta también.

Tener una cartera de fondos con diferentes gestores minimiza la probabilidad de fallos individuales (por ejemplo, una cartera que dependa de un sólo gestor).

Contras:

Cuidado con la liquidez del fondo para el inversor. Es decir, por un lado el Valor Liquidativo es mensual, que puede dificultar un seguimiento frecuente, cálculos de métricas comparables con mercados cotizados, etcétera. En general, puede dificultar la toma de decisiones si se necesita mayor frecuencia de información. Se expone además que aunque el VL sea mensual, durante el mes hay variaciones en el valor de las inversiones. Es decir, no vas a ver lo que está pasando en el fondo hasta final de mes, y no podrás tomar decisiones durante el mes con información actualizada de lo que ocurre en el fondo.

Creo que se menciona también que los reembolsos son trimestrales. Esto es algo que obliga a planificar más la inversión que si fuera en mercados cotizados (con ETFs o fondos tradicionales). Y está el problema de los activos ilíquidos que mencionaba antes. En situaciones de tensión, puede ser difícil deshacer posiciones, para los gestores de los fondos alternativos, para el gestor de este fondo, y no sé si para el partícipe.

El ticket mínimo de 50.000 € no facilita la entrada a minoristas, pero obviamente no creo que el fondo esté buscando ese tipo de inversor directamente.

Comisiones. No he podido mirar con precisión, pero creo que se permiten comisiones indirectas de hasta el 4% anual. En general, puede haber incertidumbre sobre el coste neto final.

El dossier tiene una sección de críticas que se han hecho al proyecto de este fondo, que está muy bien, porque puedes ver los puntos que otras personas han criticado o identificado como relevantes. En esta sección por cierto, en un momento el gestor comenta; "*La premisa de Icaria Patrimonio FIL, como he dicho siempre, está en ofrecer un comportamiento estable y robusto a lo largo del tiempo, y así será.*" En general, afirmar

https://t.me/IcariaPatrimonio

con rotundidad que algo va a ocurrir en mercados financieros que en realidad está sujeto a incertidumbre, a mí no me convence demasiado, pero entiendo que se refiere a que buscará la estabilidad.

Desde un punto de vista cuantitativo, imagino que el fondo no tiene mucho trackrecord disponible para el cálculo de métricas. Se podrían calcular indirectamente a partir de la distribución de pesos que menciona, porque se puede acceder a las series de precios de las posiciones y aplicarle los pesos. El problema es que esos pesos y las posiciones concretas pueden cambiar en el tiempo (y a pasado, podrían haber sido distintos también). Con lo cual es difícil hacer un backtest riguroso.

En conclusión, es una propuesta que puede ser interesante, pero tiene sus peculiaridades de este tipo de fondos. Cada uno tiene que valorar si está dispuesto a asumirlas y si le encaja para sus objetivos.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Riesgos de reembolso y liquidez

https://www.icariacapital.es/post/reflexiones-sobre-la-valoracion-de-activos-privados

(Artículo completo)

El siguiente artículo habla sobre la liquidez de los fondos semilíquidos, que es una parte importante del análisis y gestión del gestor de Icaria Patrimonio FIL. Fondos como el de Partners Group, Blackstone Senior Loans o GSA Coral, en definitiva. **Todos los fondos incluidos dentro de Icaria Patrimonio FIL, que tienen casi 20 años de Track-record, nunca han congelado los reembolsos**, ni en 2008 ni durante el COVID, que han sido las dos peores crisis de los últimos 80 años (sólo superadas por el crack de 1929).

A mayores, Icaria Patrimonio FIL tiene aproximadamente un 50% en activos líquidos, que son liquidables en 24 horas, por lo que la liquidez real, a pesar de tener reembolsos trimestrales, es muy elevada. El restante 50% tiene liquidez mensual, y el FIL la tiene trimestral. **Esto es una forma de dar una mayor capa de seguridad al partícipe.** Además de hacer la *Due Diligence* de cada fondo y ver que incluso en eventos de recesión como lo mencionados, atendieron a sus reembolsos sin problema.

Hay fondos de Deuda Privada en Icaria Patrimonio FIL que tienen una comisión inferior a los de renta fija de alto rendimiento, fondos de infraestructuras con rendimientos superiores al MSCI World, con comisiones inferiores a un fondo de renta variable, y fondos como el de Partners Group, con un binomio rentabilidad/riesgo de 10, desde el año 2007. Me hace gracia la corriente de criticar fondos alternativos, cuando los inversores de los fondos en los que invierte Icaria Patrimonio son *endowments*, Fondos de Pensiones como el de Noruega, o Family-Offices.

Es evidente que Icaria Patrimonio FIL invierte en fondos más ilíquidos y siempre lo hemos explicado. En el artículo de hoy, profundizamos en ello. Es por ello que la base de inversores que tenemos, son de largo plazo.

Una de las ventajas de los activos privados o no cotizados (Private Equity, Deuda Privada o Infraestructuras) es que sus valoraciones son mucho menos volátiles que las de los activos cotizados (acciones y bonos). Esto es así porque las gestoras de inversiones

https://t.me/IcariaPatrimonio

alternativas emplean modelos internos de valoración, en lugar de observar precios de mercado. No pueden tomar como referencia precios de mercado porque no los hay, ya que los activos en los que invierten no cotizan.

En este artículo se describirá de forma resumida cómo se valoran los activos privados, para, a continuación, adentrarnos en el objetivo principal de este artículo, que es reflexionar acerca del potencial riesgo que existe para un fondo que invierte en activos muy ilíquidos pero a la vez concede a sus partícipes la posibilidad de hacer reembolsos de forma periódica.

Los fondos de activos ilíquidos (Private Equity, Infra, Private Debt) que ofrecen ventanas de reembolso a los partícipes, gestionan las salidas de caja de diversas formas:

- Si en un mismo trimestre hay reembolsos y hay suscripciones, **toman el dinero de las suscripciones para pagar los reembolsos.** Lo mismo si entra dinero por ventas programadas de activos (no ventas forzadas). Así no es necesario liquidar activos antes de tiempo y a malos precios para hacer caja.

- Si hay escasez puntual de liquidez para atender reembolsos y el fondo no quiere vender los activos (porque son ilíquidos y tendría que soportar un descuento en su precio), **puede endeudarse temporalmente**, poniendo como colateral los activos del fondo. Esta deuda se repagará cuando se liquide alguna inversión o cuando entre más dinero de suscripciones.

- Si no hay alternativa, el fondo tendrá que liquidar parte de su activo para atender los reembolsos. Aquí es donde existe un riesgo para los partícipes, que pueden ver cómo el valor liquidativo del fondo se reduce debido a que **tiene que hacer ventas forzadas** (*fire sales*) a malos precios para generar liquidez. Después veremos cómo los fondos se protegen de este escenario.

Esta circunstancia que hemos descrito, que ya supone un reto para los fondos, se ve agravada si además el activo del fondo vale menos de lo que el gestor reporta que vale, es decir, si el Activo vale menos que el Pasivo. Si el fondo tiene que liquidar activos, obtendrá menos caja que si las valoraciones (reales, no las contables) no hubieran caído, empeorando aún más la situación de liquidez.

https://t.me/LaCajaPatrimonio

Ejemplo de activo líquido y fondo ilíquido

Este supuesto es el mejor escenario de liquidez, ya que hablamos de fondos cuyos pasivos son menos líquidos que sus activos. Por ejemplo, un fondo que invierte en acciones cotizadas pero sólo permite reembolsar trimestralmente y con un preaviso de 20 días. De nuevo, hay que interpretar la liquidez en términos relativos; un fondo de reembolsos trimestrales es ilíquido (desde el punto de vista del partícipe) si su activo cotiza en bolsa, pero es líquido (desde el punto de vista del partícipe) si su activo son participaciones en empresas no cotizadas.

¿Y por qué razón un fondo que no necesita restringir los reembolsos querría restringir los reembolsos? Como ya se explicó en este pasado artículo, se hace para permitir al gestor exprimir al máximo su estrategia de largo plazo.

Cuidado con los pánicos bancarios. Cuidado con los pánicos de partícipes

Antes hemos hecho una analogía con los depósitos bancarios. Está muy bien traída, ya que el riesgo de falta de liquidez es similar (salvando las distancias) en un banco y en un fondo alternativo de activos ilíquidos que concede a los partícipes la posibilidad de reembolsar con cierta frecuencia.

Un banco respalda sus depósitos con activos líquidos: tesorería, bonos del Estado, etcétera. Los depósitos son pasivos (deuda) del banco, y la práctica común es que los bancos no tengan, ni de lejos, suficientes activos líquidos en su balance para respaldar todos sus depósitos. El banco puede atender sin problemas las retiradas de dinero que hacen unos pocos clientes cada día, pero no tendría suficiente para pagar en caso de que una cantidad importante de clientes quisieran retirar su dinero a la vez.

Hasta la creación del **Fondo de Garantía de Depósitos**, si los depositantes tenían miedo de que el banco no tuviera suficiente dinero para atender las retiradas de dinero, acudían en masa al banco para sacar su dinero cuanto antes, sabedores de que los últimos se quedarían sin cobrar. Es lo que se conoce como pánico bancario, y es precisamente lo que llevaba a muchos bancos a la quiebra. Por miedo a que el banco no pudiera pagar, los clientes solicitaban todos a la vez la retirada de su dinero, haciendo que el banco no pudiera pagar. Profecía autocumplida.

https://t.me/LaCajaPatrimonio

En el caso de un fondo de activos privados, el gestor puede atender sin problemas unos pocos reembolsos, ya que puede utilizar los mecanismos que veíamos antes (casar reembolsos con suscripciones, endeudarse a corto plazo), que le permiten evitar tener que liquidar activos de forma apresurada. Sin embargo, si los reembolsos se concentran en el tiempo, el fondo tiene que empezar a vender activos, seguramente a malos precios, y es entonces cuando se presentan los problemas.

La situación de estos fondos es realmente peculiar, ya que, durante una crisis en la que los mercados financieros caen, **puede haber una concentración de reembolsos tanto si el fondo ajusta a la baja sus valoraciones como si no lo hace.**

- Si ajusta sus valoraciones a la baja, seguramente muchos inversores se asusten por las pérdidas y quieran reembolsar, antes de que vengan más caídas. Es la típica aversión a las pérdidas que lleva a los inversores a vender en el peor momento.

- Si el fondo **no** ajusta sus valoraciones;
    - más de un inversor puede pensar que el fondo debería ajustarlas. Temeroso de que finalmente se produzca esa caída en el valor liquidativo, solicita el reembolso cuanto antes, aprovechando que todavía no ha caído. Esto, como ya hemos dicho, favorece que el valor liquidativo termine cayendo.

    - más de un inversor que haga un rebalanceo de su cartera querrá vender los activos que han subido (o que han caído menos) para comprar los activos que han bajado (o que han caído más). Precisamente por lo bien que se ha comportado el fondo alternativo durante la crisis, los inversores querrán vender una parte en su rebalanceo, para comprar otros activos que sí han caído. Paradójicamente, el fondo recibe un castigo por hacerlo bien.

Desde luego que no es fácil gestionar un fondo de activos ilíquidos. Por eso, lo que se explica en el apartado siguiente es importante.

El Track-record de un fondo alternativo, si abarca una o varias crisis en los mercados, es una indicación de en qué grado el fondo ha estado expuesto al “riesgo de reembolsos”. Si vemos que el NAV aguantó relativamente bien durante la crisis, eso indica que el

https://t.me/lacajapatrimonio

“riesgo de reembolsos” (entendido como la necesidad de malvender activos para pagar reembolsos) no se materializó. Por ejemplo, **Partners Group Global Value**, que es un fondo evergreen de Private Equity, tuvo un descenso del 13% durante la Crisis Financiera Global (2008-09) mientras que el MSCI World (en euros) tuvo un drawdown del 49%. Por su parte, durante la caída de la renta fija en 2022 por las subidas de tipos, el fondo **Blackstone European Senior Loan Fund** (Deuda Privada) cedió la mitad que el índice de bonos High Yield (-7,7% vs -15%).

En estos dos ejemplos, como era de esperar, las valoraciones sufrieron (no son inmunes al mercado), pero desconocemos qué parte de ese ajuste se debió a cambios en las variables del modelo de valoración de cada gestora, y qué parte se debió a que las gestoras tuvieron que malvender activos privados. En cualquier caso, viendo lo moderado que fue el ajuste en ambos casos (sobre todo si se compara con los activos cotizados), tiene pinta de que los reembolsos no supusieron un problema, es decir, los reembolsos no obligaron a vender activos a malos precios.

Por dar algunos ejemplos más, otros fondos que nos gustan y que no han tenido que restringir reembolsos; son **GSA Coral** (Real Estate), **Brevan Howard** (Hedge-Fund) y **Transtrend** (Hedge-Fund). Respecto a estos dos Hedge-Funds, el dato es particularmente interesante teniendo en cuenta que son estrategias con un Track-record de varias décadas.

Por supuesto, cabe preguntarse si la base de partícipes de los fondos es la misma que en crisis pasadas o si ha cambiado. En concreto, si ahora esa base es más inestable por haber relajado los requisitos para suscribir y, en consecuencia, habiendo dado acceso a inversores menos sofisticados y más proclives a reembolsar. Por eso, siempre que sea posible, además de mirar el Track-record y la cartera del fondo, también es recomendable conocer quién está invertido en el fondo.

En el caso de **Partners Group Global Value**, aproximadamente la mitad de la base inversora está en clases en las que el mínimo es de sólo 10.000 euros. Esto nos puede hacer sospechar que hay muchos inversores potencialmente inestables en el fondo, pero hay que tener en cuenta que la clase barata tiene un mínimo de 2 millones de euros. Con esto quiero decir que dentro de la clase cara (entre 10.000 € y 2 millones €) hay

https://t.me/LecturaPatrimonio

inversores que tienen, por ejemplo, 1,5 millones € invertidos, y desde luego, este tipo de inversor no podemos decir que tiene poco patrimonio y que por eso es potencialmente inestable. Además, la composición del fondo en cuanto a tipo de clases (baratas vs caras) era más o menos la misma durante la crisis de 2008, y en aquél entonces no hubo problema alguno con los reembolsos.

Respecto a **Blackstone European Senior Loan**, el mínimo para suscribir son 100.000 €. Me parece una cantidad suficientemente alta para evitar partícipes potencialmente inestables.

https://t.me/icariaPatrimonio

Postura de Icaria Patrimonio FIL

Como no podía ser de otra manera en este blog, y tratándose de este tema, voy a dar mi opinión personal de en qué grado Icaria Patrimonio FIL está expuesto al "*riesgo de reembolsos*", tanto en lo que respecta a su propia cartera como en lo que respecta a las inversiones subyacentes. Vamos por partes.

En lo que respecta a su propia cartera, debemos preguntarnos **qué mecanismos tiene el FIL para protegerse** del impacto negativo de una acumulación de reembolsos en el tiempo. Los mecanismos de los que dispone son los siguientes;

1. En primer lugar, el FIL **invierte en activos ilíquidos pero también en activos líquidos**. Por ejemplo, invierte en pagarés que se pueden liquidar anticipadamente, e invierte en fondos de bolsa con liquidez diaria; además de la posición estructural de tesorería (en torno a un 5% como objetivo de largo plazo). Por lo que he visto en los fondos que invierte, **aproximadamente un 50% del FIL es liquidable en poco más de un día**, lo cual deja un espacio gigante de liquidez.

2. En segundo lugar, **la suscripción mínima en Icaria Patrimonio es de 50.000 €**. Al igual que en el caso del fondo de deuda privada de Blackstone, es una cantidad suficientemente alta para desincentivar la entrada de inversores que no están lo suficientemente comprometidos con la estrategia.

3. En tercer lugar, el FIL **no puede invertir más de un 10% de la cartera en activos más ilíquidos que el propio FIL.** Por ejemplo, fondos que permiten reembolsar semestralmente o una vez al año.

4. En cuarto lugar, **el FIL puede endeudarse para atender pagos puntuales**, si la liquidez en ese momento no es suficiente. En todo caso se tratará de deuda a corto plazo, a retirar en cuanto haya cash disponible.

Visto cómo se protege el fondo frente a un riesgo de reembolsos que le pueda poner en una situación de liquidez complicada, veamos ahora cómo minimiza el riesgo de que alguno de los fondos subyacentes que invierten en activos ilíquidos (Private Equity, Private Debt, etcétera) tengan problemas derivados de una acumulación de reembolsos.

Por ser más precisos, este riesgo se concreta en que un fondo de activos ilíquidos puede verse forzado a ajustar su valor liquidativo a la baja si empieza a malvender sus activos para atender reembolsos. Por tanto, no hablamos tanto del riesgo de que el FIL, como partícipe de los fondos, no pueda reembolsar, como del riesgo de que las valoraciones de los activos ilíquidos (Private Equity, Infra…) terminen siendo más volátiles de lo que se esperaba, y eso impacte negativamente en la valoración del propio FIL.

Para protegerse de este riesgo, **Icaria Patrimonio FIL da prioridad a fondos que cuentan con mecanismos para minimizar el "riesgo de reembolsos"**: *lock-ups, gates*, etcétera. Entendemos que perjudican al partícipe (es decir, al propio FIL) por el lado de la liquidez pero **le benefician por el lado de la estabilidad patrimonial.** Como hemos visto, el FIL ya dispone de otros mecanismos para dotarse de la liquidez necesaria.

Además, Icaria Patrimonio FIL trata de invertir en fondos de difícil acceso, con altos mínimos de inversión, en los que previsiblemente habrá inversores muy adinerados y esos inversores la mayoría de las veces serán instituciones. Como ya hemos explicado, **los inversores institucionales son los menos proclives a reembolsar en el peor momento para el fondo.**

Aquí es donde el gestor, Carlos Santiso, ha podido demostrar su don de gentes, ya que ha conseguido que varios fondos permitan suscribir al FIL aún sin alcanzar el mínimo

https://t.me/IcariaPatrimonio

establecido por folleto. Esto es algo que un inversor particular no puede conseguir, ya que se necesita una relación institucional con la gestora del fondo, y algunas de estas relaciones existen desde hace años. Sin duda, ésta es una de las fuentes de valor añadido que Carlos, como gestor, aporta al proyecto, en beneficio de todos los partícipes de Icaria Patrimonio.

Y es que, como en todo, no se puede generalizar. Se habla constantemente de los altos costes de los fondos de Private Equity, pero **muchos de los fondos incluidos en el FIL tienen comisiones INFERIORES a sus comparables en el mundo cotizado.** Por ejemplo, Blackstone cobra un 0,5%, sin *performance fee*; y el fondo de infraestructuras de Hamilton Lane cobra un 1,4%, también sin comisión de éxito.

En definitiva, considerar que las valoraciones que los gestores alternativos dan a sus fondos son más un compromiso (pasivo) con el partícipe que una indicación de lo que vale la cartera, nos ayuda a entender por qué los reembolsos pueden suponer un problema para los fondos de activos privados. Parte del trabajo de un selector de fondos consiste en cerciorarse de que los vehículos en los que invierte cuentan con los mecanismos adecuados para minimizar este riesgo.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio, FIL

Carta mensual - agosto 2025

Seguimos avanzando en el proceso de componer la cartera de Icaria Patrimonio FIL, si bien a un ritmo más lento del que nos hubiera gustado. Como ya hemos señalado en anteriores ocasiones, el tipo de inversiones que realiza el FIL en ocasiones implican procesos de suscripción largos.

Durante el mes de agosto, hubo nuevas incorporaciones en el fondo, aunque de menor entidad si lo comparamos con los dos meses previos, y con lo que avanzamos en septiembre. Es una noticia positiva que **ya se ha formalizado la suscripción en Transtrend**, que es un *hedge fund* de beta condicional que busca proteger en las caídas de la bolsa. También **hemos suscrito en el fondo Horizon**, del cual hablamos el pasado mes. Como recordatorio, Horizon financia el capital circulante de empresas involucradas en el comercio internacional de materias primas no perecederas.

> *A cierre de agosto, el patrimonio del FIL era ligeramente superior a los 15,1 millones de euros*

Por motivos administrativos, una suscripción con la que contábamos el mes pasado no se materializó y se pospuso para septiembre, por lo que la liquidez se ha reducido más despacio de lo inicialmente señalado, a lo cual hay que añadir la influencia de las suscripciones adicionales por parte de partícipes. **A cierre de agosto, el patrimonio del FIL era ligeramente superior a los 15,1 millones de euros.**

En esa misma fecha, el *asset allocation* era el siguiente:

	Agosto 2025	Objetivo
Liquidez	15%	5-10%
Private Debt	10%	10-20%
Real Asset	12%	10-20%
Hedge Funds	11%	10-15%
Private Equity	24%	20-30%
Equity Cotizado	28%	20-30%

Si se compara esta tabla con la expuesta en el comentario del mes pasado, se ve que los pesos objetivo han pasado a establecerse como rangos y no como valores exactos. Nos parece una forma más razonable de expresar el *asset allocation* objetivo.

Muchos de los fondos incluidos en el FIL tienen comisiones inferiores a sus comparables en el mundo cotizado

APUNTE SOBRE LAS COMISIONES

En este comentario mensual queremos dedicar unas palabras a los costes de invertir en mercados privados.

Se habla constantemente de los altos costes de los fondos de private equity, pero **muchos de los fondos incluidos en el FIL tienen comisiones inferiores a sus comparables en el mundo cotizado.** Por ejemplo, Blackstone European Senior Loan Fund cobra un 0,5% de comisión de gestión, sin *performance fee*; y el fondo de infraestructuras de Hamilton Lane cobra un 1,4%, también sin comisión de éxito. Por otro lado, estamos gestionando la entrada en el fondo de deuda privada de Pantheon con condiciones ventajosas; hablamos de comisión de gestión del 0,75% y comisión de éxito del 8% (cuando lo habitual es 1,25% y 12,5% respectivamente), donde el mínimo dentro de 12 meses será de 100 millones.

Entre mis deberes como gestor de este proyecto está conseguir, en la medida de lo posible, acceder a clases baratas de los fondos en los que invertimos, en ocasiones sin alcanzar el mínimo establecido por folleto. Esto es algo que un inversor particular difícilmente puede conseguir, ya que se necesita una relación institucional con la gestora del fondo, y, en mi caso, algunas de estas relaciones existen desde hace años. Cuando nos movemos fuera del ámbito de activos muy líquidos (acciones, deuda pública), el don de gentes cobra protagonismo a la hora de generar valor.

La rentabilidad mensual fue un +0,31% para la clase A y un +0,33% para la clase I

RENTABILIDAD EN AGOSTO 2025

Incorporando las comisiones, **la rentabilidad mensual fue un +0,31% para la clase A y un +0,33% para la clase I.**

Este desempeño se explica sobre todo por el buen comportamiento de los fondos de renta variable durante el mes, seguido de lejos por la categoría de activos reales (Real Assets). Las categorías Private Equity, Hedge Funds y Liquidez tuvieron resultados negativos, explicado en buena medida por el movimiento adverso en el tipo de cambio. Por su parte, la Deuda Privada cerró más o menos plana. Ahora lo veremos con más detalle, categoría por categoría.

Como aclaración, las rentabilidades se presentarán tanto en divisa local (reflejando el desempeño subyacente de cada categoría) como incluyendo el efecto divisa para un inversor en euros; si no se especifica el efecto divisa, eso quiere decir que todos los activos dentro de esa categoría están denominados en euros. La rentabilidad en euros es la que impacta en el FIL.

Como apunte final, dentro de cada categoría podemos mencionar el comportamiento de alguno o algunos activos, pero no de todos los incluidos, con el fin de proteger nuestro trabajo y propiedad intelectual.

Liquidez: +0,2% (-0,3% incluyendo efecto divisa)

Debido a los procesos de suscripción, nuestro saldo medio de dólares en cuenta durante el mes ha sido mayor del que nos habría gustado, pero por motivos operativos era lo más conveniente. Estos saldos se han visto perjudicados por la caída del dólar frente al euro durante el mes de agosto (-2,34%).

En el momento de escribir estas líneas, la tesorería en dólares es mínima.

En septiembre, se formalizó la suscripción en Horizon European Trade Finance, fondo de préstamos a corto plazo para financiar el capital circulante de empresas involucradas en el comercio de materias primas no perecederas

Nuestra primera suscripción en Transtrend MultiTrend, hedge fund de "beta condicional" denominado en euros

Agosto fue un buen mes para la bolsa, incluyendo nuestros fondos de renta variable

Private Debt: +0,14%

Esta rentabilidad se queda corta en relación con lo que cabe esperar, en términos de *carry* (rentabilidad devengada), para la deuda privada en euros en el entorno de tipos actual, que se sitúa mucho más cerca del 0,5% mensual. Con esto queremos decir que en agosto hubo un ajuste negativo en la valoración de los préstamos que compensó negativamente la rentabilidad por intereses.

Ya en septiembre, se formalizó la suscripción en Horizon European Trade Finance, fondo de préstamos a corto plazo para financiar el capital circulante de empresas involucradas en el comercio de materias primas no perecederas.

Real Assets: +1,2%

Al igual que en el mes anterior, destaca el comportamiento de Hamilton Lane Global Private Infrastructure Fund (+1,4%) y del oro (+2,2%).

Por su parte, GSA Coral (residencias de estudiantes) rindió por debajo de su promedio histórico, generando una rentabilidad del 0,24%; esto es un 2,9% anualizado, frente a una rentabilidad histórica que supera el 5% anual. Añadir que, mientras que GSA Coral marca nuevos máximos históricos mes a mes, los REITS están en un *drawdown* del 20% y, en general, los fondos de real estate sufriendo con fuerza.

Hedge Funds: +0,6% (-1,7% incluyendo efecto divisa)

El comportamiento de los hedge funds fue discreto en divisa local (dólar), aunque positivo; es lo esperable de estas estrategias en momentos en que la bolsa va bien. Fue el movimiento adverso del dólar contra el euro lo que dejó la rentabilidad en negativo para esta categoría.

Ya en septiembre, hicimos nuestra primera suscripción en Transtrend MultiTrend, hedge fund de "beta condicional" denominado en euros.

Private Equity: -0,8% (-1,8% incluyendo efecto divisa)

El private equity demostró que puede mostrar cierta descorrelación con la bolsa, con una rentabilidad negativa en agosto mientras que los índices subían, reflejo de que la valoración de los activos privados no está "encadenada" a los mercados cotizados. No hubo una causa específica que explicara la rentabilidad negativa (como podría ser la quiebra de alguna compañía subyacente) sino que se explica por los parámetros macro que las gestoras utilizan en sus modelos de valoración de compañías privadas.

Por otro lado, desde agosto tenemos exposición a private equity denominado en dólares, que se vio afectado por el movimiento de la divisa.

Renta Variable cotizada: +3,6% (+3,1% incluyendo efecto divisa)

Agosto fue un buen mes para la bolsa, incluyendo nuestros fondos de renta variable. El rango de rentabilidades de los fondos dentro de la categoría es bastante amplio, desde un –1,3% a un +8,8% (en divisa local), frente a un +2,6% del MSCI World y un +7,1% del Russell 2000 (ambos en dólares). Dado que la mayoría de los fondos de renta variable en los que invierte Icaria Patrimonio están denominados en euros, el impacto de la divisa fue relativamente bajo.

> *Suscripciones adicionales en los fondos que más nos gustan, que son los que restringen los reembolsos para poder exprimir al máximo su estrategia de largo plazo. Se incluyen aquí nombres como Alta Fox, Sohra Peak y 1 Main*

Como ya hemos explicado en anteriores ocasiones, nuestra política es no cubrir la divisa en los activos más volátiles, como son la renta variable cotizada y el private equity, ya que la cobertura tiene un coste y la experiencia nos indica que los tipos de cambio entre divisas fuertes siguen un comportamiento cíclico.

Con el cierre de mes, hicimos suscripciones adicionales en los fondos que más nos gustan, que son los que restringen los reembolsos para poder exprimir al máximo su estrategia de largo plazo. Se incluyen aquí nombres como Alta Fox, Sohra Peak y 1 Main.

ACTIVOS ANALIZADOS

A continuación se ofrece una pequeña muestra del trabajo que hacemos para mejorar continuamente la composición de Icaria Patrimonio FIL. En esta sección comentamos algunos fondos analizados como potenciales candidatos, razonando por qué encajan en la cartera o por qué, según nuestro criterio, deberían ser rechazados.

Tactile Fund

Tactile Fund es un fondo lanzado recientemente por Alluvial, la gestora de Dave Waters, especializado en la inversión en micro y small caps.

Table I: Alluvial Fund LP Returns (%) as of June 30, 2025

	YTD	2024	2023	2022	2021	Cumul.	Annual.
Alluvial Fund LP NET	15.6	16.4	15.1	-14.9	31.0	209.6	14.2
Russell MicroCap TR	-1.1	13.7	9.3	-22.0	19.3	66.8	6.2
Russell 2000 TR	-1,8	11.5	16.9	-20.4	14.8	79.4	7.1
MSCI World Sm+MicroCap NR *Partnership began operations 01/01/2017*	7.9	8.0	15.1	-19.1	15.8	94.3	8.1

Fuente: Alluvial

El track record de Alluvial es impresionante, pero el fondo que nos ocupa hoy no es el "insignia" (el de la imagen) si no el Tactile Fund.

En un mundo donde la deuda gubernamental está en máximos históricos y existe el riesgo de una fuerte devaluación monetaria, cobran especial importancia los activos reales, y ésa es la temática del Alluvial Tactile Fund, el nuevo fondo de Dave Waters. Varias de las posiciones de la cartera las hemos tenido en los fondos que gestionamos con Andbank. Es el caso de Monarch Cement, Jungfraubahn, Corticeira y alguna más; hablamos de compañías con activos únicos, irreplicables y que pueden trasladar la inflación con facilidad al cliente final. Esperamos un comportamiento estable y defensivo de una posición con unas características que encajan muy bien en nuestra forma de pensar. **Por eso, es un claro candidato a entrar en Icaria Patrimonio.**

Respecto a por qué, si el fondo Alluvial original tiene un excelente track record, no estamos hablando de invertir en él, es porque está cerrado a nuevos inversores. Es algo habitual en fondos de autor independientes que invierten en small y micro caps; no quieren hacerse demasiado grandes porque eso dificulta la implementación de su estrategia. Sin embargo, Dave nos ha comunicado que piensa abrir un poco la mano y permitir la entrada de nuevo dinero próximamente. Estaremos muy atentos.

Fondo de préstamos en países en desarrollo

Para preservar nuestra propiedad intelectual, de este fondo no diremos el nombre, aunque expondremos los componentes generales de su estrategia, que nos parece muy interesante. Entrará en la cartera de Icaria Patrimonio próximamente.

El fondo concede financiación a hogares y empresas de países emergentes y en desarrollo. Lo hace a través de intermediarios financieros locales, como pueden ser bancos, prestamistas o fintechs, es decir, el fondo le presta a estas entidades para que ellas a su vez hagan los préstamos finales a la economía local. Aunque gran parte de la cartera está denominada en divisa local, todos los activos tienen cobertura de divisa.

Aunque el fondo invierte en economías en desarrollo, lo cual a priori parece más arriesgado que invertir en Europa o EEUU, lo cierto es que los riesgos están muy controlados gracias a las garantías vinculadas a la financiación. El perfil de riesgo del fondo se asemeja al de una cartera de bonos corporativos de calidad media y plazo corto, con la ventaja de que está muy descorrelacionado respecto del mercado de bonos y es mucho más estable, con un 10% de meses negativos en los últimos 10 años. En el entorno de tipos actual, está devengando una rentabilidad entre el 4% y el 5% anual en euros.

Fondos evergreen de las grandes casas de activos privados

Recientemente hemos puesto sobre la mesa de análisis un considerable número de fondos evergreen de gestoras de prestigio y prolongado track record en la gestión de activos privados, como son Ares, CVC, EQT, Carlyle y Pantheon, entre otras.

> *El fondo evergreen permite tener el dinero invertido desde el principio y permite también reembolsar periódicamente, aunque con restricciones*

Los fondos evergreen son versiones abiertas y relativamente líquidas de los clásicos fondos cerrados *(closed-end)* que se articulan mediante capital calls. El fondo evergreen permite tener el dinero invertido desde el principio y permite también reembolsar periódicamente, aunque con restricciones.

Las grandes casas de gestión alternativa, como las ya mencionadas, llevan 2-3 años apostando fuerte por este tipo de fondos, en respuesta a una creciente demanda de productos de activos privados más sencillos de entender y gestionar, y que ofrezcan más liquidez que los fondos cerrados.

En nuestro proceso de due dilligence estamos incluyendo todas las estrategias (private equity, private debt, infra), ya que todas forman parte de Icaria Patrimonio. Lo cierto es que cuesta ver elementos claros que nos hagan decantarnos por unos fondos y no por otros, más allá de que algunos no son aptos para el FIL por motivos de liquidez o de valoración (tardan demasiado en reportar el NAV). Dado que la mayoría de estos fondos tienen un track record que no llega a 4 años, éste es un criterio poco útil para comparar. Se puede atender al track record de la estrategia *closed-end*, con métricas típicas del private equity como la TIR y el MOIC, pero es complicado comparar entre fondos y estrategias.

Cuando todos los fondos se parecen tanto en lo que respecta a estrategia y track record, un factor importante que puede decantar la balanza son las comisiones. En este sentido, y como ya hemos comentado antes, tratamos de conseguir hueco en fondos y clases baratas. Aquí entrarían fondos como el de deuda privada de Pantheon (0,75% comisión de gestión) o el de Neuberger Berman (0,625%). En cualquier caso, el proceso de due dilligence continúa y de momento no se ha suscrito en ninguno de estos fondos de grandes gestoras, con la excepción de Blackstone European Senior Loan Fund, que se diferencia del resto en que tiene un track record de resultados muy satisfactorios desde 2009 y además sólo cobra un 0,5% de comisión de gestión.

Hasta aquí nuestro comentario mensual de Icaria Patrimonio FIL relativo al mes de agosto. Una vez más, agradecer a todos los partícipes la confianza depositada en este proyecto. Seguiremos trabajando con disciplina y transparencia.

El fondo Icaria PATRIMONIO FIL FI (ISIN ES0147415006) es un fondo inscrito en el registro de la CNMV con el número: 131 y con fecha de inscripción: 04/04/2025 en la categoría de Fondos de Inversión Global. Nivel de riesgo es 6/7 (siendo 7 riesgo muy alto). El Fondo está gestionado por Andbank Wealth Management SGIIC, S.A (Grupo Andbank). La entidad depositaria del fondo es Banco Inversis S.A. y la firma auditora del mismo es Capital Auditors and Consultants SL. El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de Icaria Capital Cartera Permanente FI. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral y trimestral, reglamento de gestión y CCAA). Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la página web de la gestora Andbank Wealth Management, SGIIC, S.A.U https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos/ y en la página web de la CNMV: https://www.cnmv.es La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en https://www.andbank.es.

Andbank Wealth Management, S.G.I.I.C., S.A.U. • CIF: A-78567153 • Calle Serrano, 37 - 1ª • Registro Mercantil de Madrid: Tomo 31.045, Folio 5, Sección 8ª, Hoja M-558.774 • Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV: nº 237

Listado de fondos adicionales

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #25 - Tactile Fund

Tactile Fund es un fondo lanzado recientemente por Alluvial, la gestora de Dave Waters, especializado en la inversión en micro y small caps.

Tactile Fund comenzó su andadura el 7 de enero de 2025, con 6,3 millones de dólares.

Disclaimer; (las siguientes dos capturas, pertenecen a Alluvial Fund, el otro fondo de la gestora, ya que Tactile aún no tiene histórico suficiente)

MONTHLY PERFORMANCE

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2025	4.0	2.9	-0.5	2.3	3.7	2.2	5.0						21.4
2024	4.4	0.1	1.6	-0.2	4.1	0.0	3.4	0.8	0.5	-2.4	3.4	-0.3	16.4
2023	5.9	-1.9	-0.2	4.3	1.2	3.3	5.0	-2.6	-3.3	-2.7	0.9	5.1	15.1
2022	-5.7	-3.6	1.9	-1.8	-1.6	-6.8	2.9	3.2	-7.8	3.9	2.3	-2.0	-14.9
2021	-0.7	9.1	3.7	1.4	5.4	0.1	2.3	3.1	2.8	-2.1	0.5	2.1	31.0
2020	5.1	-3.9	-18.5	9.4	1.9	3.0	7.6	4.8	2.1	-0.2	13.1	4.6	28.4
2019	4.8	0.3	2.5	2.6	0.1	3.2	-0.9	-0.2	-0.9	3.2	-0.9	3.4	18.4
2018	4.4	-1.0	-0.7	1.0	-0.3	-1.4	1.3	1.1	0.8	-6.0	-4.0	-4.1	-9.0
2017	2.2	1.9	0.9	2.9	3.5	0.6	3.5	0.9	2.9	1.0	3.2	2.8	29.6

TABLE I: Alluvial Fund LP Returns (%) as of June 30, 2025

	YTD	2024	2023	2022	2021	Cumul.	Annual.
Alluvial Fund LP NET	15.6	16.4	15.1	-14.9	31.0	209.6	14.2
Russell MicroCap TR	-1.1	13.7	9.3	-22.0	19.3	66.8	6.2
Russell 2000 TR	-1.8	11.5	16.9	-20.4	14.8	79.4	7.1
MSCI World Sm+MicroCap NR	7.9	8.0	15.1	-19.1	15.8	94.3	8.1

Partnership began operations 01/01/2017

El track record del fondo Alluvial (hermano de Tactile) es impresionante. En un mundo donde la deuda gubernamental está en máximos históricos y existe el riesgo de una fuerte devaluación monetaria, cobran especial importancia los **activos reales**, y ésa es la temática del Tactile Fund.

Se espera un comportamiento estable y defensivo. Respecto a por qué, si el fondo Alluvial original tiene un excelente tracl-record, no está dentro de **Icaria Patrimonio FIL**, es porque actualmente está cerrado a nuevos inversores. Es algo habitual en fondos de autor independientes, que invierten en Small y Micro-Caps; no quieren hacerse demasiado grandes, porque eso dificulta la implementación de su estrategia. Sin

https://t.me/icariapatrimonio

embargo, Dave Waters ha comunicado recientemente que piensa abrir un poco la mano y permitir la entrada de nuevo capital.

Volviendo a Tactile Fund; **invierte en empresas que poseen activos físicos que generan rendimientos elevados y duraderos sobre el capital.**

Con respecto a su estructura de cartera, **tiene entre 40 y 50 posiciones.** Una vez adquiridas, las posiciones se consideran permanentes, salvo que cambie su carácter económico o que sus rendimientos previstos caigan a niveles inaceptables. Esta baja rotación permite a Tactile ser eficiente desde el punto de vista fiscal y que el valor económico a largo plazo generado por las participaciones de la cartera se acumule para los socios.

Las 40-50 inversiones de Tactile Fund provienen de tres categorías, cada una de las cuales cubre alguna necesidad o deseo humano inmutable.

Alimentación, agua y vivienda; por encima de todo, las personas deben satisfacer estas necesidades básicas. **Lujo y ocio;** el deseo humano de relajarse, entretenerse, sentirse bien y ser querido y admirado es atemporal. **Industria e infraestructura;** nada de lo anterior es posible sin la fabricación, la distribución, el transporte, las comunicaciones y el almacenamiento.

Las inversiones de Tactile Fund deben ser duraderas, **capaces de generar beneficios y flujo de caja libre durante décadas, en una amplia variedad de condiciones económicas.** Deben derivar su valor de activos físicos extraordinarios. No de marcas, que pueden perder popularidad. No de software o algoritmos, que pueden perder frente al software o los algoritmos mejores de la competencia. Solo de **activos físicos excepcionales que no se pueden duplicar.** Las participaciones pueden ser baratas debido a su desconocimiento, a las barreras para su adquisición o a la infravaloración o el cortoplacismo de los inversores. Y no baratas en general, sino activos de alta calidad a buenos precios.

Ejemplos de compañías; Ricegrowers Limited, Australia, SkiStar AB, Suecia. Conrad Industries, Inc, Estados Unidos.

https://t.me/LaPatrimonio

Tactile Fund es global e invierte en mercados desarrollados de todo el mundo. La rotación de la cartera es extremadamente baja. **Una vez adquiridos, los activos se mantendrán indefinidamente,** a menos que cambien las condiciones económicas subyacentes o la valoración se vuelva excesivamente elevada.

Objetivos de rendimiento; **Tactile Fund tiene como objetivo obtener una rentabilidad neta para los inversores de dos dígitos a lo largo de ciclos de mercado completos, con una volatilidad inferior a la del mercado.** Sus posiciones diversificadas se podrían considerar "pólizas de seguro" contra la inflación/depreciación de la moneda.

La comisión de gestión de Tactile Fund LP es del 1,25 % anual. Los primeros 10 millones de dólares en compromisos son participaciones de la «clase fundadora», con una comisión de gestión del 1,00 %. **Inversión mínima de 250.000 dólares, con un tamaño de fondo previsto de 50 millones.**

Tactile Fund cuenta con un largo periodo de lock-up, para permitir al gestor realizar inversiones a largo plazo. Los compromisos del fondo tienen periodos de lock-up de 5 años. Los socios comanditarios tienen derecho a rescatar el 10 % de su saldo de capital anualmente y la totalidad del saldo al final de cada periodo de 5 años.

Página oficial de Tactile Fund;

https://tactilefund.com/about/

Substack oficial de Tactile Fund, donde irá apareciendo toda la información actualizada;

https://tactilefund.substack.com/

Comentario de Alluvial Fund (julio 2025)

https://hedgefundalpha.com/investor-letters/alluvial-fund-july-2025/

Comentario del segundo trimestre, con información interesante sobre algunas de las posiciones de Tactile Fund;

https://tactilefund.substack.com/p/tactile-fund-lp-second-quarter-update

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #26 - Nombre sin desvelar

Nuevo fondo de Deuda Privada en trámite para incorporar a I**caria Patrimonio FIL**, a finales de octubre de 2025.

Métricas espectaculares; Un CAGR del 10% en dólares (aproximadamente 8% en euros) desde octubre de 2011. Una volatilidad del 4,5% con una máxima caída histórica de sólo el 7,3%. Todo ello para sumar un Sharpe del 2,27. Unos números, descomunales.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #27 - BlueOrchard Microfinance Fund

PERFORMANCE HISTORY

*As this share class was launched in October 2013, there is no prior performance track record. A simulated performance history for the share class is displayed for illustrative purposes and calculated using realized gross performance of Class P Shares, net of current fees for Class I Shares. From November 2013 effective net performance of Class I Shares.
**USD LIBOR/SOFR 6 months is used for illustrative purposes only and is not the official benchmark of the fund. The Investment Manager invests on a discretionary basis and is not limited to investing in accordance with the composition of any benchmark.

PERFORMANCE**

Net Asset Value (NAV) in USD 3,067,483,742

	USD	EUR*	CHF*	JPY*
Share Value (Class I Shares)	16,653.94	13,693.29	12,385.86	1,545,546.10
Monthly return	0.47%	0.28%	0.11%	0.14%
Return on investment YTD	4.72%	3.07%	1.36%	1.56%
Since inception (annualized)	4.37%	2.67%	1.81%	1.57%
Since inception (total return)	66.54%	36.93%	23.86%	3.04%
Inception date Class I	Oct 13	Oct 13	Oct 13	Oct 23

*Exchange rate changes may cause the value of investments to fall as well as rise.
**Performance is measured as per development of NAV per share class.

MONTHLY PERFORMANCE

	Oct 24	Nov 24	Dec 24	Jan 25	Feb 25	Mar 25	Apr 25	May 25	Jun 25	Jul 25	Aug 25	Sep 25
USD share class	0.42%	0.48%	0.56%	0.58%	0.52%	0.53%	0.48%	0.58%	0.48%	0.56%	0.42%	0.47%
EUR share class*	0.30%	0.36%	0.42%	0.44%	0.39%	0.38%	0.32%	0.39%	0.28%	0.34%	0.21%	0.28%
CHF share class*	0.06%	0.17%	0.19%	0.19%	0.21%	0.20%	0.13%	0.20%	0.10%	0.15%	0.05%	0.11%
JPY share class*	-0.04%	0.08%	0.14%	0.20%	0.20%	0.20%	0.15%	0.24%	0.15%	0.19%	0.08%	0.14%

* Hedged against USD. Exchange rate changes may cause the value of investments to fall as well as rise.

ANNUAL PERFORMANCE

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
USD share class	3.87%	3.76%	4.02%	4.67%	5.82%	2.37%	2.58%	2.77%	6.45%	6.64%
USD LIBOR/SOFR 6M***	0.49%	1.06%	1.47%	2.50%	2.32%	0.69%	0.20%	2.83%	5.20%	4.96%
EUR share class	3.30%	2.35%	1.75%	1.68%	2.73%	0.94%	1.75%	0.71%	4.27%	4.98%
EUR LIBOR/ESTR 6M**	0.05%	-0.17%	-0.28%	-0.32%	-0.36%	-0.38%	-0.54%	0.56%	3.54%	3.35%
CHF share class	2.28%	1.74%	1.41%	1.35%	2.32%	0.61%	1.52%	0.36%	2.25%	2.37%
CHF LIBOR/SARON 6M**	-0.68%	-0.67%	-0.66%	-0.66%	-0.68%	-0.66%	-0.72%	0.06%	1.64%	1.06%
JPY share class*	3.70%	3.12%	2.76%	2.55%	3.39%	1.76%	2.23%	0.68%	1.00%	1.16%
ICE BofA Japan T-bill ind.	-0.01%	-0.17%	-0.21%	-0.16%	-0.20%	-0.16%	-0.12%	-0.13%	-0.16%	-0.06%

*As this share class was launched in October 2023, there is no prior performance track record. A simulated performance history is displayed for illustrative purposes and calculated using realized gross performance of Class I USD Shares, net of extrapolated cost of hedging by considering the interest rate differential between USD and JPY observed at each NAV date. From November 2023 effective net performance of JPY Share Class. Exchange rate changes may cause the value of investments to fall as well as rise.
**Index change effective as of 01.01.2022 (until 31.12.2021: LIBOR 6 months).
***Index change effective as of 01.01.2023 (until 31.12.2022: LIBOR 6 months).

SHARE CLASS STATISTICS*

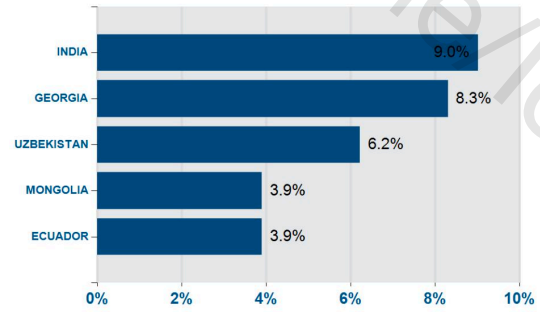
Annualized return	*4.37%*
Average monthly return	*0.36%*
Best month (Jul 2024)	*0.69%*
Worst month (Mar 2020)	*-0.01%*
Volatility	*0.49*
Sharpe Ratio (risk-free rate of 2%)	*4.97*
Correlation with MSCI World**	*0.18*
Correlation with JPM EMBI Global**	*0.32*
Correlation with 6-month USD Libor/SOFR Index**	*0.76*

https://t.me/icariapatrimonio

La gestora de Microfinance, más grande del mundo. Histórico desde 1998. Correlación muy baja con el MSCI World. **Volatilidad del 0,49%. Todos los años en positivo. Rentabilidad del 4,37%, superior a un monetario en un 2% de media**, con una curva de rentabilidad prácticamente idéntica. **Perfecto para la parte más conservadora de Icaria Patrimonio FIL.** Incorpora miles de préstamos, por lo que la diversificación es muy elevada. Estos fondos, aunque el deudor en principio es de menor calidad o de menor solvencia que si prestas a compañías, por cómo se estructuran y por las garantías que meten en cada préstamo, al final te dan un retorno mayor por perfil de riesgo de lo que cabría esperar.Si los incentivos están alineados y el trabajo se hace bien, vas a seguir obteniendo lo que necesitas del Crédito Privado, que es una rentabilidad superior a la de los bonos, de riesgo de crédito equivalente y con una menor volatilidad.

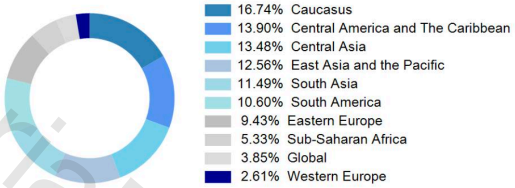
https://t.me/IcariaPatrimonio

TOP 5 COUNTRIES* (AS % OF TOTAL ASSETS)



*Allocations are subject to change in the future.

EXPOSURE BY REGION* (AS % OF FI PORTFOLIO)



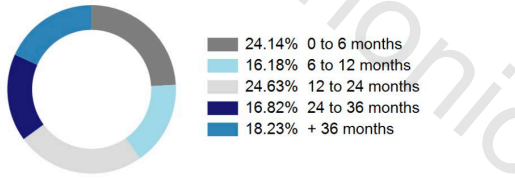
*Exposures are subject to change in the future.

TOP 5 HOLDINGS* (AS % OF TOTAL ASSETS)

PROCREDIT HOLDING	Global	3.67%
TBC BANK	Georgia	2.63%
KMF BANK	Kazakhstan	2.44%
AGRICOVER CREDIT	Romania	2.28%
KHAN BANK	Mongolia	1.95%

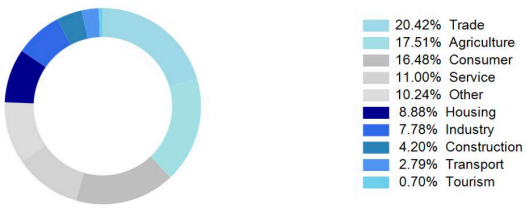
*Top Holdings are subject to change in the future.

EXPOSURE BY MATURITY* (AS % OF TOTAL ASSETS)



*Exposures are subject to change in the future.

EXPOSURE BY SECTOR* (AS % OF FI PORTFOLIO)



*Exposures are subject to change in the future.

FI FINANCIAL INDICATORS*

Asset growth (12 months)	11.35%
Portfolio growth (12 months)	11.65%
Return on assets (ROA) (12 months)	1.34%
Return on equity (ROE) (12 months)	11.52%
Portfolio at risk 30 days (PAR 30)	4.16%
Write-offs (12 months)	1.54%
Debt/equity ratio	5.24x

*Data presented are medians across FIs in the portfolio for period ending the 30 June 2025 from unaudited management reports as provided by FIs. Data based on the latest available data in local currency from FIs.

Ficha de Morningstar de Icaria Patrimonio FIL (30-09-2025)

Icaria Patrimonio A FIL ES0147415006

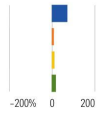
Resumen | Gráfico | Riesgo | Cartera | Matriz y Personas | Documentos

Cartera

Renta variable | Renta fija

Asignación de activos

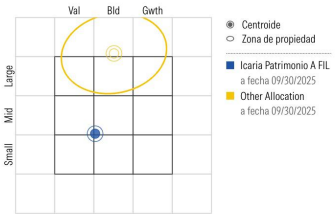
Clásico | Exposición Económica | Valor de mercado



Clase de activos	Neta	Corta	Larga
Renta variable	69,12	-	69,12
Renta Fija	5,50	0,00	5,50
Otros	8,63	-	8,63
Posiciones líquidas	14,63	-0,63	15,26
Total	97,87	-0,63	98,50

Estilo de acciones

Mapa | Peso | Histórico



Capitalización bursátil

Cap. media	Cap. media Cat.	Cap. media Índice
3,22 Bil	195,70 Bil	—

Tamaño	% del Fondo	Media Cat. %	Índice %
Giant	0,84	19,93	—
Large	1,20	12,23	—
Media	3,82	7,03	—
Small	4,91	0,97	—
Micro	3,30	0,07	—

Medidas

Medias de Value y Growth	Fondo	Categoría	Índice
Precio/beneficio	11,37	18,78	—
Precio/Valor contable	1,30	3,12	—
Precio/Ventas	0,62	2,43	—
Precio/Cash Flow	5,54	12,97	—
Rentabilidad por dividendo %	2,13	2,02	—
Beneficios a largo plazo %	9,80	9,16	—
Beneficios históricos %	-5,86	17,17	—
Crecimiento Ventas %	1,64	3,50	—
Crecimiento Cash Flow %	-5,82	7,00	—
Crecimiento Valor Contable %	2,96	4,77	—

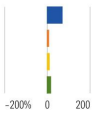
Resumen | Gráfico | Riesgo | Cartera | Matriz y Personas | Documentos

Cartera

Renta variable | Renta fija

Asignación de activos

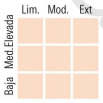
Clásico | Exposición Económica | Valor de mercado



Clase de activos	Neta	Corta	Larga
Renta variable	69,12	-	69,12
Renta Fija	5,50	0,00	5,50
Otros	8,63	-	8,63
Posiciones líquidas	14,63	-0,63	15,26
Total	97,87	-0,63	98,50

Estilo de Renta fija

Actual | Histórico



Parámetros de Renta fija	Fondo	Media de la categoría
Duración efectiva	-	1,86
Duración modificada	-	1,61
Vencimiento efectivo	-	2,92
Rating Crediticio Medio (encuestado)	-	BBB+
Cupón ponderado	1,38	2,89
Precio ponderado	-	98,08
Rendimiento	-	3,50

A 30 sept 2025 | Categoría: Other Allocation | Fuente: reportado por gestora y cálculos basados en posiciones.

Exposición vs. Categoría %

Sectores	Fondo	cambio%	Cat	cambio%
Pública	38,39		35,54	
Municipal	0,00		0,00	
Corporativa	7,55		19,30	
Titulizada	0,00		7,17	
Posiciones líquidas y equivalentes	53,71		23,59	
Derivado	0,35		14,39	

a fecha 30 sept 2025 | Categoría: Other Allocation | Los datos de sectores se basan en las posiciones largas reescaladas de las acciones. | Fuente: Cálculos basados en las posiciones de la cartera.

Desglose de bonos Horquilla de cupones | vs. Categoría %

Horquilla de cupones %	Fondo	cambio%	Cat	cambio%
0% o Pagado en Especie	0,75		4,26	
0-2	3,02		19,21	
2-4	0,10		13,53	
4-6	0,06		9,69	
6-8	0,00		1,49	
8-10	0,00		0,99	
>10	0,00		0,16	

A 30 sept 2025 | Categoría: Other Allocation | Source: Holdings-based calculations.

Posiciones

Posiciones Cartera	# Largo	# Corto
Posiciones Acciones	0	0
Posiciones Bonos	1	0
Otras Posiciones	28	0
Total Participación	29	0

% Activos en 10 Posiciones principales
53

Exposición Sector | Región | País | vs. Categoría %

País	Fondo %	Cat %
Estados Unidos	30,19	61,68
Francia	9,97	3,39
Canadá	8,17	1,55
Reino Unido	6,57	6,27
Alemania	5,29	3,13
Corea del Sur	4,66	0,69
Italia	4,16	1,66
España	4,07	1,36
Suecia	2,68	0,59
China	2,59	2,94

Página 1 de 6 Viewing 1 to 10 of 51

A fecha 30 sept 2025 | Categoría: Other Allocation | Los datos de países se basan en las

https://t.me/icariapatrimonio

Las 10 mayores posiciones del FIL (30-09-2025)

Posición	Valor	Peso
Hamilton Lane Global Pri Ast I EUR Acc LU2097348770	1.324.953€	8,65%
Partners Group Global Value SICAV EN EUR LU1911739297	1.145.729€	7,48%
Parts. Gm Sa-G-Pvt Eqt Lux-R0a LU2980948603	1.042.728€	6,81%
Brevan Howard Fund Limited Class A Eur	862.268€	5,63%
Hamilton Lane Glbl Priv Infras A EUR Acc LU2906170811	757.199€	4,94%
Blackstone European Senior Ln A EUR Acc IE00B3DS7666	678.757€	4,43%
GSA Coral Student Portfolio E EUR LU0561981480	678.213€	4,43%
Horizon Capital Fd Eurp Trd Finac B1 EUR LU1717563164	600.000€	3,92%
Campbell Absolute Return Offshore Fund	491.781€	3,21%
Alta Fox Opportunities Fund, Lp	475.882€	3,11%

Datos a 30/09/2025

https://t.me/IcariaPatrimonio

Comentario extensivo - cierre de agosto

https://www.youtube.com/watch?v=AJBxM9cRTjU

Para comentar el cierre de agosto, comentaremos tanto el gestor del FIL, Carlos Santiso, como Ángel Ruiz, que trabaja para el Family-Office de C3 Patrimonial desde 2022, un Family-Office multiactivo, con vocación de largo plazo y enfoque de inversión tipo Endowment, similar a Icaria Patrimonio.

Fondos que hemos incorporado en agosto, como es **Transtrend, un Hedge-Fund de beta negativa con track-record desde 1995.** Dentro del universo de los Hedge-Funds, afortunadamente, hay muchos fondos con muchísimo trackrecord. Transtrend, un fondo de beta negativa, que lo que busca es subir cuando cae el mercado. Es su principal propósito. Más allá de eso, **en más de 20 años ha generado una rentabilidad anualizada superior al MSCI World**, aunque su principal objetivo es hacerlo bien cuando el mercado cae. Imaginemos que compramos un seguro todos los años para protegernos de caídas de mercado. Ese seguro tiene un coste. En cambio, imaginemos un fondo que cuando el mercado cae, sube y genera una rentabilidad anualizada del 0%. Que no es el caso, ya que la rentabilidad de Transtrend es muy buena. Pero aunque fuese eso, estaríamos hablando de que tenemos una cobertura gratis. Incluso en ese escenario sería muy interesante, porque como inversores de largo plazo, si hemos invertido todo nuestro patrimonio en los mercados, nos ayudará a que el camino sea muchísimo más suave.

Ese es el motivo por el que fondos que Icaria Patrimonio FIL no ha incorporado, como puede ser el fondo insignia de AQR, con una rentabilidad anualizada del 0% e incluso negativo, pero gestiona miles de millones. Es uno de los fondos que más dinero mueve. La suerte que tenemos nosotros es que, en la parte de Hedge-Funds de beta negativa, los que buscan subir cuando el mercado cae, han generado rentabilidades muy positivas. En algunos casos, cercanas a las de la bolsa. Y eso ya es mucho decir.

Insistiría en esa idea de que el mejor Hedge-Fund más que de beta negativa lo podemos llamar de beta condicional. Beta positiva cuando el mercado sube, beta negativa cuando el mercado cae. De tal forma que cuando el mercado cae, el fondo también sube. Esa es la idea. El mejor Hedge-Fund de beta condicional no será el que dé más rentabilidad en

https://t.me/icariaPatrimonio

el largo plazo, sino el que más suba cuando el mercado caiga. Yo he analizado Transtrend y otros Hedge-Funds, de todos los que he mirado, es el que más rentabilidad ha conseguido en el largo plazo, pero no es el que más me gusta. Porque no es el que mejor lo ha hecho en todas las crisis. Hay Hedge-Funds que en el largo plazo a lo mejor te han dado un 6% y Transtrend supera el 10%, pero cuando el mercado ha tenido caídas fuertes, lo han hecho mejor. Eso es lo que se busca en este tipo de vehículos y es como hay que entender su encaje en la cartera.

Porque si el encaje es proteger cuando el mercado cae, la rentabilidad ya la buscas en las otras patas. La prioridad es que la correlación cuando el mercado cae sea negativa, no tanto la rentabilidad en largo plazo. Y eso es por lo que Icaria Patrimonio prioriza este tipo de fondos. Transtrend, una de las gestoras más míticas, de Países Bajos, tiene grandes endowments como clientes, el perfil de inversor que invierte en Transtrend es un perfil institucional muy elevado, la base retail es minoritaria dentro de los inversores que tiene.

Y ya pasando a otros fondos que hemos incorporado, tenemos **Horizon Capital Fund**, que es un fondo de Deuda Privada que hace Trade Finance. El universo de Deuda Privada es un universo muy amplio, posiblemente dentro de las categorías de mercados privados, el más amplio, porque tienes fondos de todas las tipologías. Desde diferentes tipos de deuda, *First Lien, Second Lien, Mezzanine, subordinada, Leverage Loans, Direct Lending...* tienes un montón de categorías. Para aquel que le suena chino, supongo que será la mayoría porque es un terreno complicado y poco conocido, hay en el blog de IcariaCapital.es un artículo escrito por Ángel, que habla muy bien de las características de cada categoría.

En el caso de Horizon Capital Fund Capital, es un fondo de nicho. ¿Por qué invertimos en la parte de Deuda Privada en fondos de nicho? Esa es una parte muy importante de nuestro trabajo, porque los fondos más habituales, los fondos más mainstream, son los fondos de Direct Lending. Fondos que en vez de que sea un banco o los bonistas los que presten a una empresa, pues le presta es un fondo de Private Equity, un sponsor. Sería la gran diferencia. Nos quitamos al banco por el medio.

La tipología de fondos de Direct Lending son los que más han crecido, al calor de un muy buen comportamiento, muy buenas rentabilidades, muy buen binomio rentabilidad-riesgo. Eso ha conllevado que sea donde ha llegado más dinero y donde quizás, a pesar

https://t.me/IcariaPatrimonio

de que sigue siendo una tipología de activo tremendamente interesante, están más peleadas las oportunidades.

Nosotros nos vamos más a nichos, como puede ser **Valvest Steady Income Fund**, que hace también Deuda Privada, pero son Bridge Loans, que es una categoría que nos encanta, cuyo colateral es un inmueble. Hemos hablado también de Senior Loans y estamos hablando ahora de Horizon Capital Fund, que es básicamente Deuda Privada, cuyo colateral son materias primas 100% líquidas. Además, el colateral tiene un valor superior al del préstamo que se otorga.

La explicación sencilla es que este tipo de vehículos de nicho, suelen invertir en plazos cortos. Sobre todo este tipo de fondos como el Trade Finance, que como su nombre indica, financia el comercio. Préstamos que en muchos casos no llegan al año de plazo. No asumes riesgo de duración, entendido como que te afecte el movimiento de los tipos de interés. Al ser muy de nicho, muy especializado, estos fondos son capaces de extraer una rentabilidad de los préstamos más altas que la yield promedio del conjunto del mercado de Renta Fija. Pasa igual con Valvest Steady Income Fund.

Equipos, gestores muy especializados, con décadas de experiencia, que aprovechan ciertos desajustes o ciertos focos de demanda de deudores que se ven en una situación en la que están dispuestos a pagar tipos relativamente altos, sobre todo si es financiación a corto plazo. ¿Cuál es el resultado de todo ello? Que ves curvas de rentabilidad muy buenas, pero es que encima son muy estables. Ahí el riesgo es que alguno de los préstamos falle y eso tenga un impacto en el valor liquidativo.

Por eso es importante fijarse en el *track-record*, ver que la estrategia ha sido consistente, que el equipo gestor es el mismo desde siempre o con el máximo rango temporal. Este fondo lleva haciendo lo mismo 15 o 20 años. No voy a decir rentabilidades constantes, porque en deuda no hay que hablar de yield, hay que hablar de spread (diferencial) sobre el tipo libre de riesgo.

Estos fondos, cuando los tipos estaban en niveles de miseria, a lo mejor te daban un 2% y eso era maravilloso. Ahora, un fondo como Horizon Capital Fund, si no me equivoco, te puede estar dando un 6% con un spread de 400 puntos básicos o 500 puntos básicos. Ese es el objetivo. Que ese diferencial sobre el tipo libre de riesgo de 500 puntos básicos te lo dé de manera sostenida y sin haber tenido pérdidas de calado. En el caso de

https://t.me/IcariaPatrimonio

Horizon Capital Fund, que es un fondazo, ha sido así, igual en Valvest Steady Income Fund.

La clave aquí es simplemente la diferencia que hay entre lo que paga la Letra Del Tesoro, por ejemplo en España, que ahora mismo paga 1,8% y lo que paga el fondo. Si el fondo paga un 6% y la letra del tesoro un 2%, pues el spread es un 4%. Lo importante, además del Track-record, es que el colateral sea de calidad. En el caso de Horizon Capital Fund, efectivamente, es no perecedero, no financia materias primas no perecederas ni complejas, nada de electrónica, nada de eso. Por lo general, se centra en metales, combustible, grano... cosas que no pierdan valor con el paso del tiempo. Y el valor de mercado es superior. Entonces, ahí tienes ese margen. Y esa es la clave, encontrar los fondos de nicho cuyo colateral sea de calidad.

En el caso de **Valvest Steady Income Fund**, hablábamos de que el inmueble que lo respalda, por término medio, representa un valor muy superior al del préstamo. Es decir, si ponemos en contexto lo que se presta en agregado dentro del fondo sobre lo que vale el inmueble, el préstamo es el 65% del valor del inmueble. Esto te permite que, aunque el mercado inmobiliario caiga, el inmueble siga teniendo un valor muy por encima del del préstamo. Incluso aunque un préstamo falle, te quedas con el inmueble, lo vendes en mercado secundario y la pérdida efectiva es muy pequeña. Tienes mucho colchón de seguridad.

Además, **estás el primero en cobrar**, en la lista de espera. Para el que no lo sepa, si tú tienes un bono en un fondo de Renta Fija o un bono en directo, y la empresa quiebra, no tienes un activo concreto respaldándolo. Tienes una compañía respaldándolo y no estás el primero en la cola para cobrar. Por lo que el grado de protección en realidad, si el colateral es bueno, es muy superior, además de que la rentabilidad también es superior, por lo que es muy importante. Muy importante también hacer la *Due Diligence* de qué hay detrás, además del colateral, cuáles son las cláusulas, si realmente estás de primero en la cola, si no, hay mucha casuística.

Si vamos a invertir por ejemplo en *Direct Lending*, es habitual ver que los préstamos son "secure" con colateral, pero claro hay que ver que colateral hay. Muy habitualmente la garantía que se pone en los préstamos bilaterales en el *Direct Lending* son las acciones de la compañía a la que estás prestando, de la compañía deudora. Acciones que valen cero si la compañía peta. Entonces, por tanto, es un colateral que realmente no tiene

https://t.me/LaCasaPatrimonio

valor cuando más lo necesita. Esto no quiere decir, por supuesto, que no se pueda invertir en *Direct Lending*, que no sea prudente, pero es algo a tener en cuenta. No es lo mismo un colateral típico de *Direct Lending* que el colateral típico de fondos de *Asset Based Finance*, de financiación respaldada por activos, como es el caso de Horizon Capital Fund y de Valvest Steady Income Fund, que te ponen como colateral, activos cuyo valor no depende de la solvencia del deudor. Esa es la clave. El deudor quiebra, pero tu inmueble tiene valor. El valor del inmueble no depende de la solvencia del deudor. En esos casos, estaremos más protegidos.

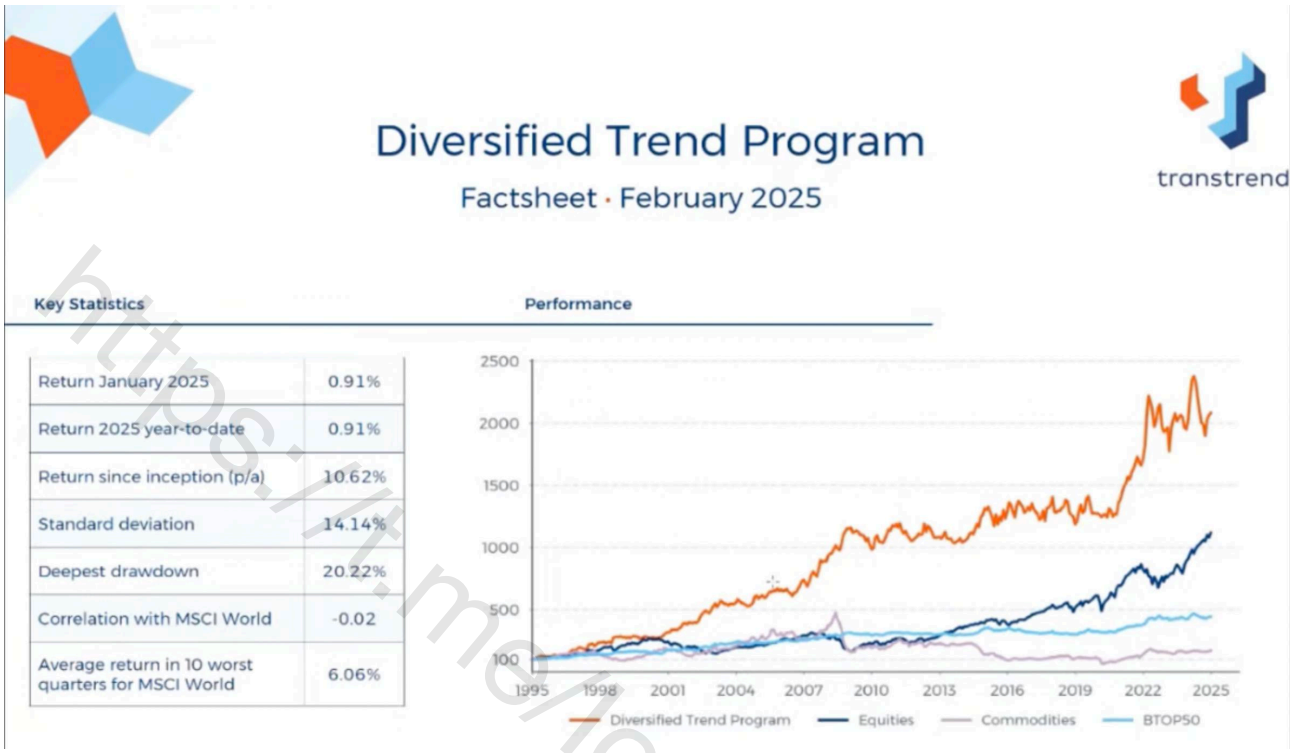
Por último, hicimos una incorporación en **BlueOrchard**, un fondo que es de una gestora que es la número uno en el mundo en préstamos en *Microfinance*. Tiene histórico desde hace más de 20 años. **Todos los años en positivo**, la mayor caída fue, si no me equivoco, un 3%. Este es un fondo de un perfil de riesgo incluso más bajo. Estamos en un fondo que con veintipico años de track-record, ha dado una **rentabilidad superior a un monetario en un 2% de media**, con una curva de rentabilidad prácticamente idéntica. Nos parece súper interesante para la parte más conservadora de Icaria Patrimonio FIL. Un fondo que está más que probado que la estrategia funciona. Incorpora miles de préstamos, por lo que la diversificación es muy elevada.

Tiene algo menos de riesgo incluso que el típico fondo de Deuda Privada de *Direct Lending*, porque son préstamos pequeños y diversificados. La caída, la que te pueda dar un monetario en el peor de los momentos, quizás un pelín más. Por lo demás, el comportamiento es tremendamente estable. Estos fondos, aunque el deudor en principio es de menor calidad o de menor solvencia que si prestas a compañías, por cómo se estructuran, por las garantías que meten en cada préstamo, al final te dan un retorno mayor por perfil de riesgo de lo que cabría esperar.

En ese sentido se diferencian un poco de Valvest Steady Income Fund. Ya que Valvest hace pocos préstamos y se le pone mucho cariño para asegurarse, en la medida de lo posible, de que no vaya a haber ningún default. El *Microfinance* funciona con otra perspectiva, que es la de una cartera subyacente de muchos préstamos, en la que unos cuantos van a ser impagados por pura estadística, pero ahí tienes el esquema de garantías y de cómo estructuras la financiación para que al final puedas compararlos en nivel de riesgo, un fondo y otro.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Si los incentivos están alineados y el trabajo se hace bien, vas a seguir obteniendo lo que necesitas del Crédito Privado, que es una rentabilidad superior a la de los bonos, de riesgo de crédito equivalente y con una menor volatilidad.



Diversified Trend Program

Factsheet · February 2025

transtrend

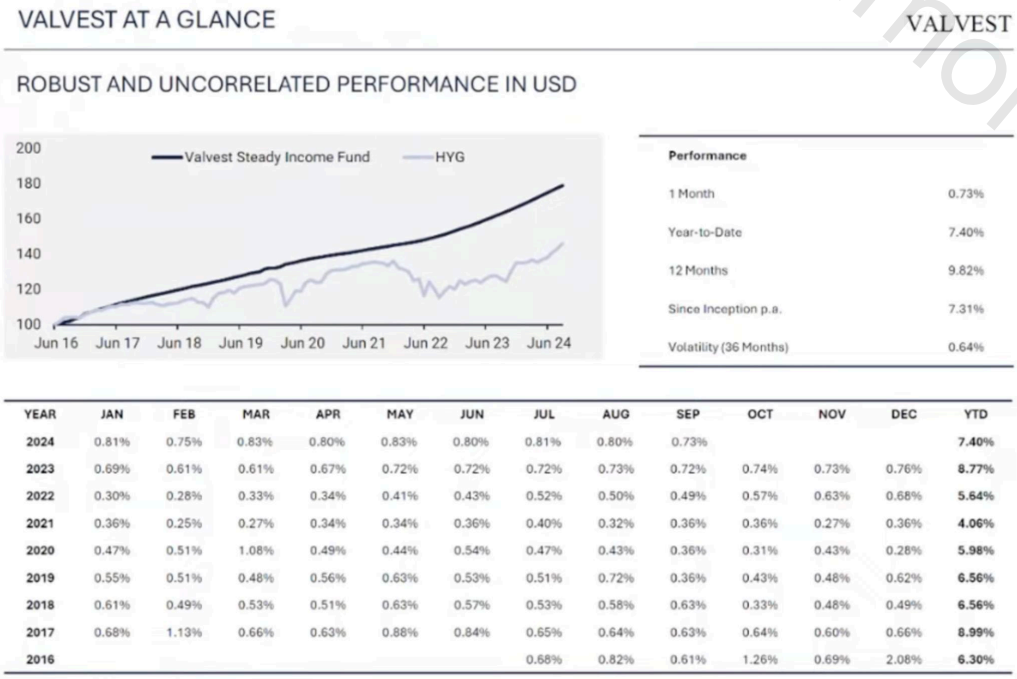
Key Statistics

Return January 2025	0.91%
Return 2025 year-to-date	0.91%
Return since inception (p/a)	10.62%
Standard deviation	14.14%
Deepest drawdown	20.22%
Correlation with MSCI World	-0.02
Average return in 10 worst quarters for MSCI World	6.06%

Performance

https://t.me/IcariaPatrimonio

Aquí vemos **TransTrend Diversified Trend Program**, uno de nuestros fondos en Icaria Patrimonio FIL. Track-record desde 1995, que es una auténtica barbaridad. Fijáos como en 2008 o 2022, que fueron años catastróficos, lo hace muy bien. Si tú tienes algo que cae un 50%, como el MSCI World en el año 2008, y algo que sube un 50%, pues sobra decir que el comportamiento agregado de combinarlos es tremendamente interesante.



VALVEST AT A GLANCE

VALVEST

ROBUST AND UNCORRELATED PERFORMANCE IN USD

Performance	
1 Month	0.73%
Year-to-Date	7.40%
12 Months	9.82%
Since Inception p.a.	7.31%
Volatility (36 Months)	0.64%

YEAR	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC	YTD
2024	0.81%	0.75%	0.83%	0.80%	0.83%	0.80%	0.81%	0.80%	0.73%				7.40%
2023	0.69%	0.61%	0.61%	0.67%	0.72%	0.72%	0.72%	0.73%	0.72%	0.74%	0.73%	0.76%	8.77%
2022	0.30%	0.28%	0.33%	0.34%	0.41%	0.43%	0.52%	0.50%	0.49%	0.57%	0.63%	0.68%	5.64%
2021	0.36%	0.25%	0.27%	0.34%	0.34%	0.36%	0.40%	0.32%	0.36%	0.36%	0.27%	0.36%	4.06%
2020	0.47%	0.51%	1.08%	0.49%	0.44%	0.54%	0.47%	0.43%	0.36%	0.31%	0.43%	0.28%	5.98%
2019	0.55%	0.51%	0.48%	0.56%	0.63%	0.53%	0.51%	0.72%	0.36%	0.43%	0.48%	0.62%	6.56%
2018	0.61%	0.49%	0.53%	0.51%	0.63%	0.57%	0.53%	0.58%	0.63%	0.33%	0.48%	0.49%	6.56%
2017	0.68%	1.13%	0.66%	0.63%	0.88%	0.84%	0.65%	0.64%	0.63%	0.64%	0.60%	0.66%	8.99%
2016							0.68%	0.82%	0.61%	1.26%	0.69%	2.08%	6.30%

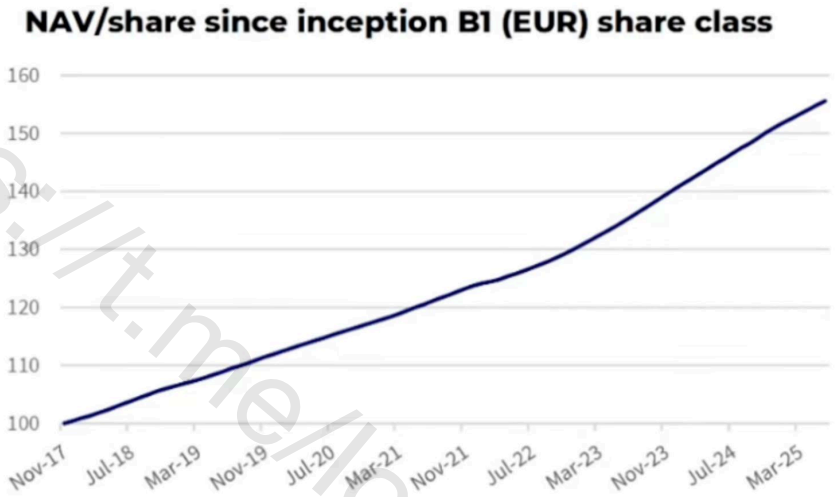
Aquí tenemos **Valvest Steady Income Fund**, comparado en oscuro con el índice de High Yield. No ha tenido **ni un solo mes negativo** desde inicio. Este es el track-record del fondo Evergreen, en el que nosotros estamos invertidos, pero el equipo gestor lleva haciendo esto durante décadas, y lo hace muy, muy bien. En los fondos de nicho, como este, algo que se ve habitualmente es que el vehículo surge como el resultado de décadas de experiencia invirtiendo, pero fuera de lo que es el mundo de los fondos, sino gestionando el patrimonio de un Family-Office o de unos cuantos inversores institucionales. Y en algún momento surge la idea de; "*oye, esto que nosotros hacemos tan bien, ¿por qué no se lo vendemos a terceros?*" Y así es como surgen estos fondos. Valvest empezó con fondos cerrados, los de *Capital Calls* de toda la vida, y luego ya sacó formato Evergreen, para atraer ese nicho de inversores.

También lo hizo la gestora de **Horizon Capital Fund**. Su gestora forma parte de un grupo grande, que se ocupa de financiación de comercio internacional. Y en un momento dado, decidieron sacar un fondo para dar acceso a terceros a esa estrategia. Con esto lo que quiero decir, y como buena señal, es que no viven de cobrar comisiones a los clientes. Es un añadido, pero su negocio principal es otro, no es la de; "*vamos a lanzar fondos para venderlos*". Ellos se dedican a lo que se dedican, que es dar esa financiación y, por el camino, crear unos cuantos fondos para ofrecer a terceros, para dar acceso a los inversores interesados a esas estrategias. Pero no dependen de una manera significativa de las comisiones de esos fondos.

https://t.me/LoriaPatrimonio

EUR	%	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD Perf.
2017													0.42	**0.42%**
2018		0.45	0.42	0.48	0.42	0.56	0.54	0.52	0.53	0.47	0.52	0.45	0.39	**5.90%**
2019		0.38	0.36	0.36	0.41	0.46	0.43	0.51	0.42	0.42	0.53	0.42	0.40	**5.21%**
2020		0.46	0.43	0.42	0.39	0.41	0.40	0.42	0.40	0.39	0.38	0.39	0.40	**5.01%**
2021		0.36	0.36	0.46	0.45	0.47	0.43	0.46	0.45	0.43	0.48	0.43	0.41	**5.33%**
2022		0.33	0.20	0.31	0.42	0.37	0.41	0.44	0.45	0.44	0.50	0.55	0.57	**5.11%**
2023		0.60	0.58	0.60	0.60	0.62	0.64	0.67	0.66	0.68	0.68	0.64	0.67	**7.93%**
2024		0.65	0.60	0.64	0.63	0.63	0.57	0.60	0.63	0.52	0.61	0.63	0.57	**7.58%**
2025		0.54	0.48	0.51	0.49	0.50	0.45	0.49						**3.52%**

** Past performance does not predict future returns*



https://t.me/IcariaPatrimonio

Aquí tenemos **Horizon Capital Fund**, con una curva perfecta. Aunque lo importante no es la curva. Nosotros hemos descartado en su momento curvas incluso mejores a esta que estáis viendo, sino todo lo que hay detrás. Ahí es realmente donde está el valor a la hora de invertir. Porque una curva bonita puede tenerla en determinado momento casi cualquier fondo, pero lo importante es que la consistencia de lo que hay detrás y el análisis que se hace, sea el acertado. En su momento descartamos un fondo con una rentabilidad anualizada del 22%, si no me equivoco, que era el fondo de Bonsai. Y algún otro del estilo hemos descartado, porque hay determinadas cosas del proceso que no nos encajan, y que nos parece que es asumir más riesgo del que deberíamos.

	Agosto 2025	Objetivo
Liquidez	15%	5-10%
Private Debt	10%	10-20%
Real Asset	12%	10-20%
Hedge Funds	11%	10-15%
Private Equity	24%	20-30%
Equity Cotizado	28%	20-30%

https://t.me/IcariaPatrimonio

Hemos introducido una forma de explicar el posible **Asset Allocation** del fondo. Es un rango, hacia donde nos gustaría ir. Para que la gente se haga la idea de qué puede encontrarse en determinados momentos. Este rango va en función de las oportunidades que vayan surgiendo. Si en determinado momento la bolsa cae un 50%, nos iremos al rango alto, y así del mismo modo en las demás categorías.

Otro punto que quería comentar es que se habla mucho de que los mercados privados están caros actualmente. Nuestro vehículo, **Icaria Patrimonio FIL**, tiene unas **comisiones 3-4 veces inferiores** a lo que se puede encontrar en los comparables del mercado. Los más grandes lo hacen muy muy bien, pero desde luego que son sustancialmente más caros. Desde la perspectiva de la comisión de Icaria Patrimonio FIL, siendo un fondo de inversión que invierte en activos privados, **diría que es el más barato**. No conozco ninguno que sea más barato en España.

Además, gran parte de los fondos, os diría el 99% de ellos, **estamos invertidos dentro de las clases Institucionales**. Por ejemplo, en el caso de **Brevan Howard**, que es un Hedge-Fund espectacular, estamos en la clase en la que el mínimo son 10 millones. En el caso de **BlueOrchard**, estamos en la clase de 5 millones. En el caso de **Transtrend** igual. En el caso de **Alta Fox**, estamos en la clase que el mínimo eran, unos 3 o 5 millones. Estamos en conversaciones para entrar en un fondo que dentro de menos de dos años el mínimo serán 100 millones.

Todo eso se puede conseguir a partir de 50.000 €. Y, como digo, con la comisión más baja del sector, un 0,99% de gestión y un 0,07% de depositaría.

En nuestro caso siempre escogemos acceder a las Clases Institucionales, por las relaciones que hay con ellos y, porque al invertir también con el Family-Office en esas Clases Institucionales, nos permiten agrupar el capital. Eso es un beneficio que tienen los partícipes desde el principio. Estamos muy contentos en Andbank, porque estamos camino de los 17 millones de euros con un fondo que se lanzó hace tres meses, y es una maravilla la confianza de la gente. Con esa confianza, nosotros trabajamos día a día para que la *Asset Allocation* sea cada día mejor.

Todas las gestoras hacen una *Due Diligence* del banco, del gestor, del depositario, de absolutamente todo. Muy exhaustiva, no permiten invertir a cualquiera. Más allá de eso, es montar un *Business Case*. También influye a relación que tengas con la gestora, y explicarles que estamos lanzando un fondo que ha escalado con este nivel, gestionamos para un Family-Office este fondo que va a escalar también rápido y en un periodo de tiempo no muy alejado, deberíamos de estar en torno a este volumen. Si la gestora te compra el Business Case, que diría que siempre nos lo ha comprado, nos permiten acceder. Y es una suerte. Me viene a la mente, por ejemplo, el fondo de **Hamilton Lane** de *Private Equity*, que estamos en la **Clase Institucional**. Es una comisión como la que puede tener un fondo de renta variable, siendo *Private Equity* bastante más caro. Lo mismo con **Partners Group Global Value**. En Deuda Privada estamos en conversaciones para entrar en fondos que tienen comisiones inferiores a fondos de Renta Fija UCITS.

En **Brevan Howard** también nos han hecho un *waiver* importante, estamos dentro, cuando el mínimo son 10 millones. Lo que pasa es que Brevan Howard sí que es un fondo más caro, con una estructura clásica de 2/20 (2% comisión de gestión y 20% comisión de éxito). Se lo han ganado, por otra parte. Es un fondo que **en 2008 llegó a subir en euros casi un 50%.**

Adelantamos hace meses que estábamos en conversaciones con **Elliot** para poder entrar en el fondo que tienen cerrado. Es un fondo con **track-récord desde 1977, con un 12% anualizado y si no me equivoco, sólo dos años de pérdidas.** Y la pérdida más grande, en torno al 5%. **Es una salvajada, nunca he visto un fondo así.** Y nos han dicho que sí, que nos van a hacer hueco, así que muy buenas noticias.

https://t.me/laparlapatrimonio

Al final, **Icaria Patrimonio FIL es un fondo con una volatilidad muy inferior a la de la renta variable**, aproximadamente un tercio. Por lo tanto, se va a comportar de una forma equivalente a su volatilidad. **Cuando la renta variable suba por la escalera, Icaria subirá menos. Y cuando la renta variable caiga por el ascensor, caerá menos.** Y al final, lo que buscamos, es una rentabilidad parecida a la de la renta variable, con un camino increíblemente más tranquilo. Y eso se verá con el paso del tiempo. De momento, muy poco valor liquidativo, pero cumpliendo el guión, que se seguirá cumpliendo para los próximos meses.

Respecto al *Asset Allocation*, el fondo invierte aproximadamente el 50% en activos de riesgo, entendiendo "riesgo" como bolsa y Private Equity. Se habla mucho sobre si los mercados privados están sobrevalorados. Eso es algo que me hace muchísima gracia, porque si cogemos los datos objetivos, mercados privados, siendo muchas más empresas que las públicas, no llegan ni al 10% del total de inversión, mientras que la inversión en bolsa es cinco veces más. El *EBITDA* medio al que ha cotizado mercados privados ha sido en torno a 9, ahora mismo cotiza a 11,8. Es una desviación pequeña. La bolsa, el S&P500 ha cotizado de media a 17, cotiza a 26. Es una desviación sustancialmente más grande. Entonces, me hace gracia cuando escucho esos comentarios. Nosotros también invertimos en bolsa, no es que tiremos balones sobre la bolsa, porque nosotros invertimos en bolsa. Pero me parece que no son declaraciones muy racionales ni trabajadas.

Después, tenemos en *Real Assets* exposición a infraestructuras, que es una de las temáticas que más me gusta, sin ninguna duda, porque son activos claves para el futuro de la humanidad, y que seguirán siéndolo. Además, tienen un comportamiento rentabilidad-riesgo sobresaliente. Tenemos también exposición a *Real Estate* no cotizado, a través de residencias de estudiantes, con uno de los líderes a nivel mundial en gestión de residencias de estudiantes, que es una temática tremendamente conservadora. Y **tenemos también exposición al oro de casi el 3%**, porque creemos que es la gran protección contra la irresponsabilidad mundial de la deuda.

El objetivo de **Icaria Patrimonio FIL** es comportarse de forma estable a lo largo del tiempo. Y, básicamente, ese es el conjunto. Hablamos de que el fondo está formado por el *Asset Allocation* que veíamos antes, similar a los *Family-Office* que gestionan 100 o 200 millones.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Y aquí, lo hacemos accesible desde 50.000 €.

Por lo que para mí, si cogemos comportamiento, volatilidad y rentabilidad, es el *Asset Allocation* que más me gusta, el que yo elegiría. Eso no quiere decir que es el que tenga que escoger todo el mundo. En cuanto a si puede ser el único *Asset Allocation* que tenga una persona, pues sí, podría ser, porque es el *Asset Allocation* que tiene un Family-Office con 100 millones de patrimonio que tiene su dueño. Por ese lado, evidentemente, sí puede ser. ¿Tiene que ser el único fondo que tengas? No. O sí, como tú lo determines. **La diversificación que hay en Icaria Patrimonio son miles de activos por debajo**, de diferentes categorías. La diversificación sí que está llevada al extremo, esa es la realidad.

Si el cliente entiende bien el concepto de iliquidez, lo abraza y aprovecha las ventajas que le ofrece, no debería haber problemas.

Yo creo que pueden mejorarse las carteras de muchas personas, de muchos clientes que descubren esos beneficios de la iliquidez, que la teoría financiera lo trata como algo malo *per se*, pero si a cambio te dan una rentabilidad adicional, eso dependerá de cada inversor. Y hay inversores que pueden asumir esa iliquidez perfectamente. Hablamos de que **con Icaria Patrimonio puedes reembolsar cada tres meses**, mientras la mayoría de inversores hablan de que van "*a largo plazo*", en concreto en renta variable invierten un dinero que no necesiten en cinco o diez años. Aquí estamos hablando de que la posibilidad de reembolsar son tres meses. Si no estás dispuesto a esperar tres meses para reembolsar tu patrimonio, no deberías invertir ni siquiera en Renta Fija. Sólo deberías invertir en Letras del Tesoro. En realidad, ni siquiera deberías invertir en la Cartera Permanente si tu plazo de inversión es inferior a tres años, ya no digamos tres meses.

Así que es algo que me llama poderosamente la atención. Aunque lo entiendo, porque vivimos en un mundo tremendamente cortoplacista, donde los plazos de permanencia en los fondos, en muchos casos, son de meses. Así que, desde ese prisma, entiendo la preocupación por la iliquidez, porque mucha gente no se mantiene ni un trimestre en un fondo.

Yo creo que ha quedado un comentario que ayudará mucho a los partícipes y a la gente que le interese aprender un poco más sobre mercados privados. Intentaremos hacerlo una vez al mes, porque conlleva profundizar en el comentario mensual.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Master Class en Value School

https://www.youtube.com/watch?v=wWOLLPVkjaQ

Hoy, para terminar el mes de octubre, tenemos un encuentro con un amigo de la casa que no ha estado tanto en Value School. Se llama Carlos Santiso, ha estado como profesor en varios de los cursos. También estuvo con el curso de Rafael Ortega de diversificación estructural y ha dado varias conferencias, pero muy poquitas veces ha estado aquí en el escenario. Creo que es la primera, fuera de aquella clase que diste en directo para el curso de opciones, es la primera vez que viene a la sede de Value School y nos alegra mucho. Si no conocéis a Carlos, os diría que Carlos Santiso es gestor senior en Andbank Wealth Management, donde gestiona junto con Rafael Ortega el fondo MyInvestor Cartera Permanente.

Además, Carlos Santiso es consejero en varios Family-Office de España, para los que lleva una década invirtiendo en estrategias alternativas. Hoy regresa a Value School para presentaros una cartera de inversión inspirada en antiguos principios del Talmud, adaptados a las finanzas modernas. Pero además de su labor como gestor, Carlos también es profesor por vocación. Es docente en programas de maestría en el IEB y en OMMA. Además, como digo, para Value School ha impartido y creado dos cursos. Pues mira, como has preparado una presentación sobre invertir como Harvard. Vamos a hablar del planteamiento de la inversión como un *endowment* con múltiples activos, una cartera muy diversificada. Eso viene derivado del enfoque endowment, que se hizo muy famoso

https://t.me/LaCartaPatrimonio

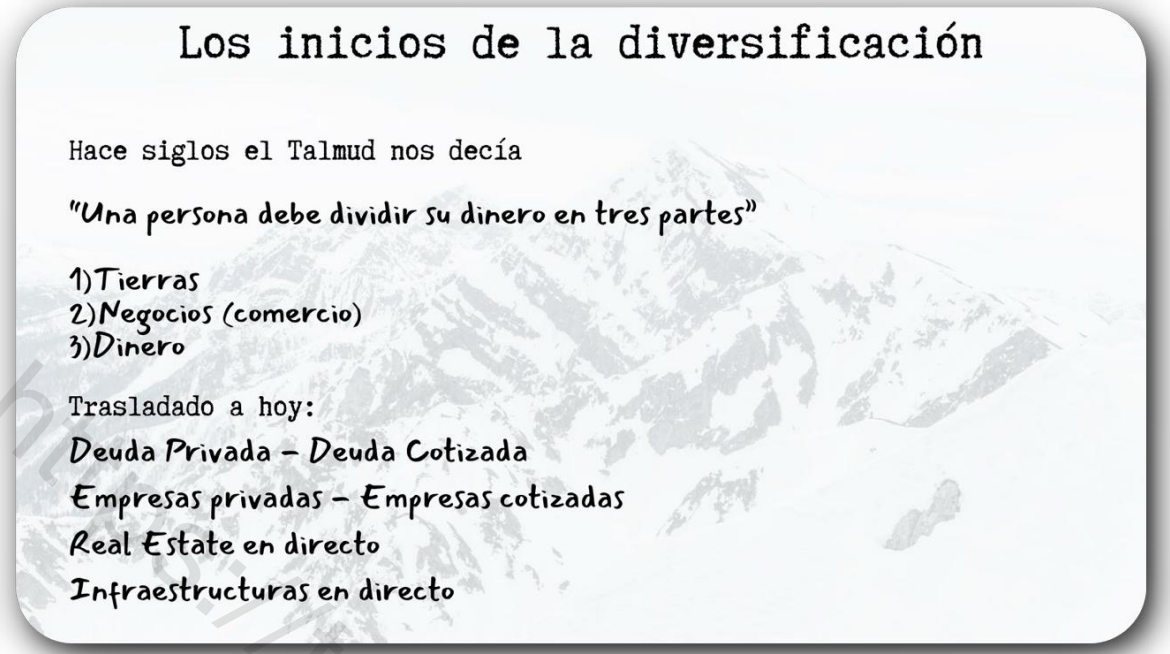
hace muchos años, sobre todo por el endowment de la universidad de Yale. Vamos a ver una filosofía de inversión que aplican, principalmente, los *endowments*, *Family-Office* o muchos fondos soberanos a nivel mundial. Eso no significa que, por el hecho de que lo apliquen grandes inversores, sea una filosofía mejor que otras. Simplemente es una filosofía diferente que tiene una serie de características únicas.

Siempre que hablo de activos de inversión, me gusta enumerar las principales ventajas y desventajas de la forma más objetiva posible, porque como siempre digo, no existe ningún tipo de inversión que sea el santo grial. Si existiese eso, pues todos los flujos de los inversores irían destinados a esa inversión y dejaría de ser interesante. Lo que tenemos son diferentes posibilidades en el mundo de la inversión, que se adaptan a diferentes perfiles.

El concepto de “mercados privados” suena algo más complejo, más exótico. Recuerda un poco a lo que sucedió cuando empezó a sonar el runrún del Bitcoin, y posiblemente lo que sucedió cuando llegó la gestión pasiva a España, que llegó muchísimos años después de que fuese muy popular en Estados Unidos. Mi impresión es que, cuando llega algo nuevo que se desconoce, la mayoría de personas que no tienen conocimiento sobre esa materia, les genera un rechazo inicial, porque les saca de su zona de confort. Y requiere profundizar, requiere aprender, que es lo que durante muchos años se vino diciendo sobre Bitcoin, cuando estaba en 5.000 €, 10.000 €, se hablaba de que había que hacer los deberes. Y la realidad es que años después se materializa que realmente había que hacerlo. Tiene muchas implicaciones macroeconómicas detrás. Yo creo que aquí sucede lo mismo.

Los mercados privados son un área de la inversión tremendamente interesante, no por el hecho de que los grandes inversores los utilicen, sino por las características que tienen. Al final, el enfoque *endowment* podemos resumirlo en algo que ya hace siglos decía el Talmud, que es una persona debe dividir su dinero en tres partes, tierras, negocios y dinero. Si trasladamos eso a la actualidad; dinero sería Deuda Privada y deuda cotizada.

https://t.me/LegriaPatrimonio



El dinero en sí es una promesa de pago, es el equivalente por lo que podríamos trasladarlo directamente ahí. Si hablamos de negocios, si hablamos de comercios, pues podemos trasladarnos a los mercados cotizados, es decir, la bolsa y a los mercados privados. No nos olvidemos de que gran parte de las empresas que existen, de hecho en número son la mayoría, son empresas privadas, sean grandes, pequeñas, o startups. Empresas como Rolex, la propia Lego, muchas empresas de altísima calidad, no cotizan, son empresas privadas. Y ahí es donde entraría lo que se denomina Private Equity.

Luego, cuando decidimos invertir en inmobiliario, que en España es tan común, mucha gente decide intentar comprar un apartamento para reformarlo y alquilarlo, una propiedad o equivalente, con todos los costes asociados que conlleva, quien haya estado ahí los conoce sobradamente. Pero existen formas de invertir en inmobiliario sin tener que sufrir todas esas cargas impositivas redundantes que reducen enormemente la rentabilidad, sin ya incidir en lo que conlleva tener que gestionar los inmuebles, con todas las circunstancias que pueden darse, incluyendo circunstancias jurídicas.

Real Estate en directo sería invertir en inmobiliario en un portfolio de Real Estate directamente en las propiedades, como si fueran tuyas. Tú tienes una parte proporcional, y eso nos lo otorgan los activos privados. Y, por último, infraestructuras en directo, infraestructuras de gas, de petróleo, de energía eólica, renovables, etcétera. Es algo imprescindible para el ciudadano, para la evolución de los países, es algo que acapara

https://t.me/IcariaPatrimonio

flujos pero que ni siquiera son suficientes si es una temática de inversión. En mi opinión es imprescindible en las carteras diversificadas, porque cada día son más necesarias, cada día se destinan más recursos y tienen un perfil defensivo que apoya muy bien las carteras. Infraestructuras que ya están en marcha y tienen contratos a 20 años vista ligados a inflación.

Parece muy complejo, pero en realidad es simplemente sentido común. A mí si me permitiesen dividir mi patrimonio en diferentes partes, lo invertiría así. De hecho, destino gran parte de mi patrimonio de este modo.

¿Y por qué hacerlo así y no directamente en renta variable? Es muy atractivo a día de hoy invertir en renta variable. cuando estamos en uno de los periodos en los que los índices lo han hecho mejor que nunca en la historia. Me acuerdo cuando hacía los estudios para la publicación de mi libro, que la renta variable desde el año 1973 había dado una rentabilidad anualizada del 9%. Y ahora mismo, debido a lo que ha sucedido tras el año 2020, que hemos tenido un rendimiento muy por encima de lo normal, ya no estamos en ese 9% y estamos en torno a un 13%, pongamos, ¿no? ¿Significa esto que 50 años de muestra pierden validez y la rentabilidad anualizada a futuro que podemos esperar a partir de ahora es del 13%? En mi opinión, rotundamente no.

Y lo que ha sucedido a lo largo de la historia es que periodos de rentabilidades por encima de lo normal dentro de la muestra estadística, vienen a posteriori rentabilidades por debajo de la muestra. Por eso muchas veces se dice que los siguientes 10 años del MSCI World probablemente estén, estadísticamente, por debajo de la media histórica, porque es sentido común.

Y por los múltiplos a los que cotizan los índices, que es un hecho también objetivo. No olvidemos que el múltiplo a pesar de ser algo matemático en sí, es sentido común. Es el valor de una compañía, y todo tiene un precio, igual que cuando nosotros vamos a comprar un coche o un inmueble, las empresas exactamente igual. Hoy en día ese precio en los principales índices, como por ejemplo el S&P500, está en el rango más elevado de su historia. Es decir, hoy en día comprar una empresa que pertenece al SP500 y compramos el índice agregado es muchísimo más caro de lo que ha sido históricamente.

Me estoy refiriendo a lo que se conoce como reversión a la media.

https://t.me/LeerlaPatrimonio

Al final todo regresa a su media histórica, nada sube permanentemente y menos a esas tasas.

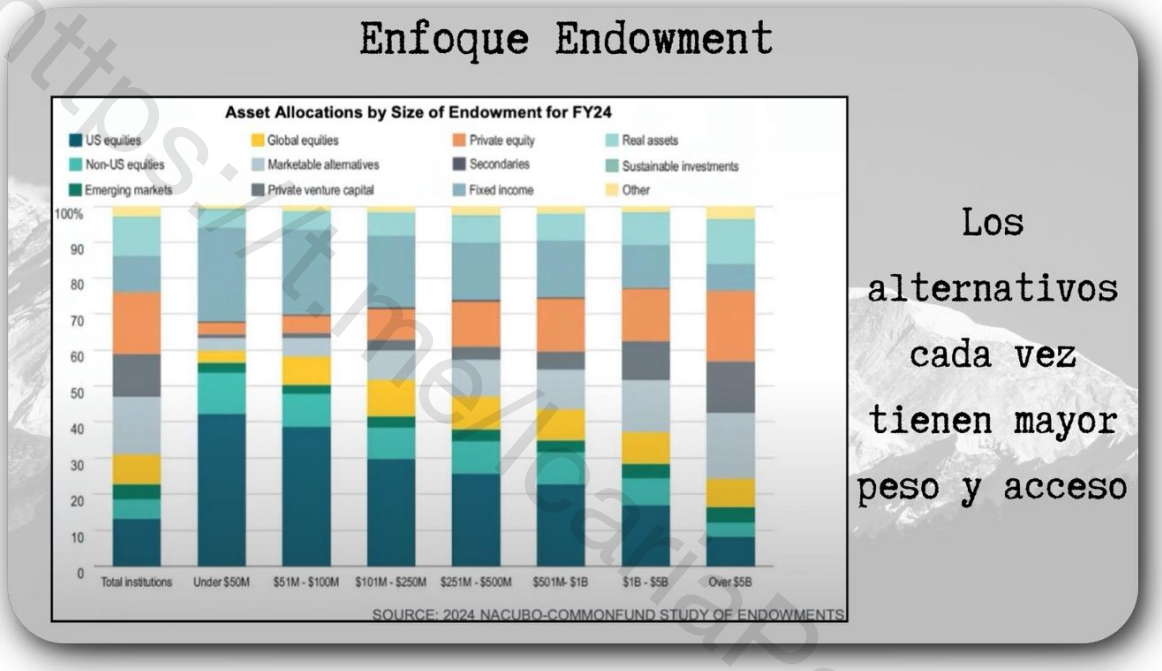
También se podría decir que llevan estando los índices caros durante muchos años y siguen subiendo, básicamente lo que sucedía en el año 2008, para quien no haya visto la película de The Big Short de Michael Burry, pues Burry llevaba short (apostando a una caída del mercado) varios años, recibiendo amenazas de muerte, mientras el mercado seguía subiendo. No significaba que Burry no tuviese razón, sino que el mercado, como bien dicen, puede mantenerse irracional mucho más tiempo de lo que tú puedes permanecer solvente. Así que no hay que cerrar los ojos ante los riesgos del sentido común, que son las valoraciones.

Y para eso pongo este gráfico, que son los drawdowns desde el año 1885, un periodo de tiempo bastante extremo. Vemos como la crisis más severa que se ha vivido en los últimos 100 años, fue la crisis de 1929, donde **cayó la renta variable un 90% prácticamente y tardó 30 años en recuperar.**

Me parece muy interesante trasladarnos al año 1929, no porque crea que va a volver a repetirse, sino porque nos llevaría a que si hubiésemos vivido en esa época y existiese la gestión pasiva, que hoy en día parece que es algo infalible, durante un periodo de 30 años habrías estado perdiendo dinero. El mercado habría tenido que purgar unos excesos, y tuvo que tener un periodo de 30 años para recuperar, que es lo que sucedió

https://t.me/LaPatrimonio

también en la renta variable japonesa hasta hace un par de años, que también tardó 30 años en recuperar. Por ende, si nos exponemos únicamente a un activo, como por ejemplo renta variable, sí que estamos concentrando más nuestra apuesta. Y si vienen mal dadas en ese activo, pues nos podemos ver expuestos a una pérdida del 50% que ocurrió en el año 2000 y en el año 2008. Desde el año 2000, fueron 14 años lo que tardó en recuperarse una inversión en el MSCI World. Y no significaba que el MSCI World hubiese dejado de funcionar, simplemente es el contexto de la sobrevaloración a la que se llegó en ese momento.



Hablaba al principio de los grandes endowments, la forma que tienen de diversificar sus grandes patrimonios, estamos hablando de, a día de hoy, los inversores institucionales más grandes del mundo. Esto no es más que sentido común. Es diversificar el patrimonio en las diferentes partes que veía antes, que es tierras, comercio, negocios y dinero, que es lo que vemos aquí.

Lo que vemos es también que, dependiendo del tamaño de los endowments, destinan más capital a inversión alternativa o mercados privados. Por aclarar, cuando hablamos de endowments, nos referimos también a fondos de planes de pensiones, de funcionarios, de maestros, es decir, grandísimas masas de dinero que se gestionan con un enfoque muy diversificado, tendiendo a tener una parte bastante conservadora, porque al final tienen que dar rentas estables para poder satisfacer compromisos de pago con los pensionistas. En fin, que hablamos de cosas muy probadas y con objetivos muy claros.

https://t.me/lapatrimonio

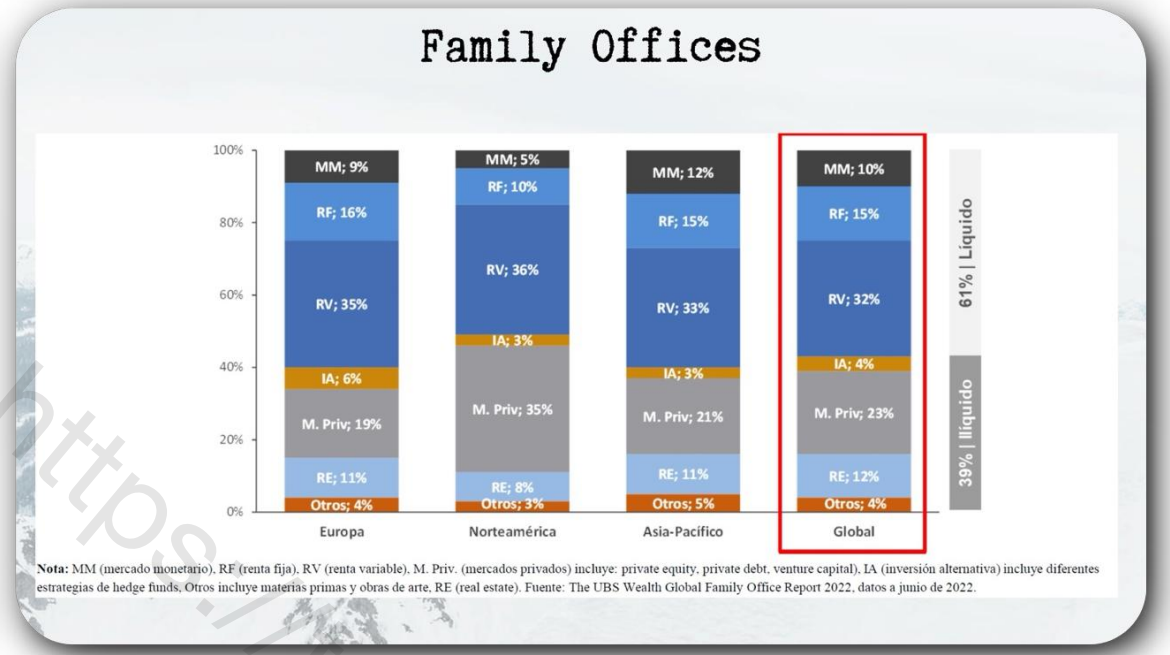
Hay activos conservadores dentro de cada categoría, dentro de infraestructuras o el propio Real Estate, podemos invertir en infraestructuras conservadoras que van a tener una volatilidad muy baja y en una recesión apenas sufran, pero que nos darán una rentabilidad más baja. Y podemos invertir en infraestructuras más arriesgadas, con yields de doble dígito, superiores incluso a las de la renta variable, pero también con una pérdida potencial muchísimo más elevada que las conservadoras. Podemos elegir un abanico gigantesco para adaptarlo a los objetivos que tengamos como inversores.

Enfoque Endowment

	Under $50 mm	$51 mm to $100 mm	$101 mm to $250 mm	$251 mm to $500 mm	$501 mm to $1 Billion	$1 Billion to $5 Billion	Over $5 Billion	Equal-weighted
Cash, deposits and money markets	**2.5**	**3.6**	**3.0**	**2.6**	**3.8**	**4.4**	**3.0**	**3.3**
Cash and Equivalents	2.5	3.6	3.0	2.6	3.8	4.4	3.0	3.3
Investment Grade Fixed Income	**22.6**	**18.9**	**14.1**	**10.6**	**8.6**	**5.7**	**4.2**	**13.2**
U.S. and Non-U.S. Investment Grade	22.6	18.9	14.1	10.6	8.6	5.7	4.2	13.2
High Yield Fixed Income	**0.8**	**0.9**	**1.3**	**1.4**	**1.2**	**0.7**	**0.3**	**1.0**
U.S. and Non-U.S. Non-Investment Grade	0.8	0.9	1.3	1.4	1.2	0.7	0.3	1.0
Public Equity	**61.6**	**58.2**	**53.1**	**48.5**	**45.8**	**37.1**	**25.8**	**49.9**
U.S. Equities	44.3	41.5	34.7	30.0	27.2	21.6	13.3	32.7
Developed Non-U.S. Equities	11.9	11.3	12.1	11.3	12.1	9.5	6.6	11.1
Emerging Market Equities	3.8	3.2	3.8	4.0	4.5	4.7	5.2	4.0
Global Public REITS	1.6	2.2	2.5	3.2	2.0	1.3	1.1	2.1
Hedge Funds	**3.7**	**5.9**	**8.8**	**9.8**	**10.6**	**14.8**	**17.2**	**9.2**
Multi Strategy Hedge Funds	3.7	5.9	8.8	9.8	10.6	14.8	17.2	9.2
Private Equity	**5.7**	**9.0**	**14.7**	**22.4**	**23.3**	**29.9**	**40.8**	**18.1**
Multi Strategy Private Equity	4.5	6.8	10.7	16.3	15.3	15.2	21.0	11.6
Venture Capital	0.6	1.4	2.8	4.5	5.5	11.5	15.0	4.7
Private Energy and Energy Infrastructure	0.4	0.6	0.6	2.2	2.2	3.0	4.8	1.5
Secondaries	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2	0.0	0.3
Other Private Assets	**3.1**	**3.6**	**4.9**	**4.9**	**6.6**	**7.4**	**8.7**	**5.2**
Private Real Estate	2.2	2.8	3.5	3.5	4.2	5.2	7.1	3.7
Private Debt	0.9	0.8	1.4	1.4	2.4	2.2	1.6	1.5
TOTAL	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**

http://t.me/LaPatrimonio

Aquí en vez de ser endowments, son también Faimly-Office englobados por tamaño. A mayor tamaño, los Family-Office suelen destinar mayor capital a mercados alternativos. Y no es porque los que gestionan más capital sean más listos, sino porque los mínimos son elevados. Históricamente, para entrar en determinados vehículos de mercados privados hacía falta mínimos muy elevados y por eso influye lo que veíamos antes.



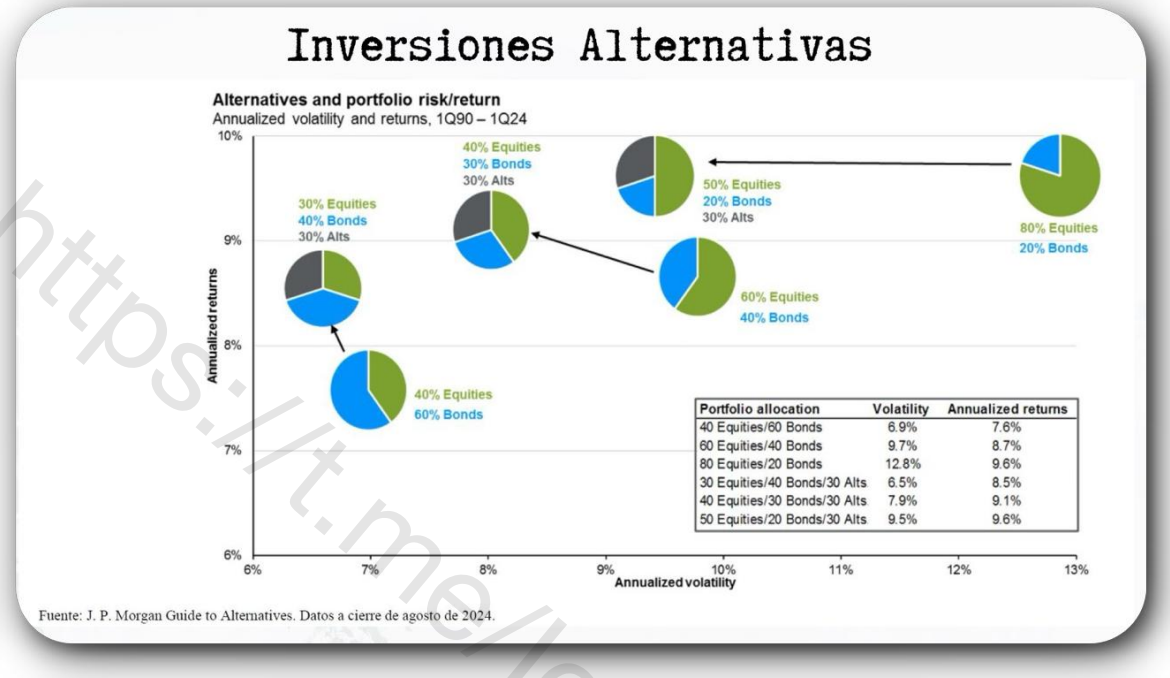
Y aquí para finalizar vemos, dependiendo de la geografía, el *Asset Allocation*, es decir, la diversificación que tienen los Family-Office. Para el que no sepa qué es un Family-Office, es una estructura que se monta para una familia que tiene una empresa muy potente o un patrimonio muy potente, heredado de diversas actividades. Se monta una estructura interna en la que hay un director de inversiones, un equipo de análisis y se analiza con un enfoque como si fuera una gestora, pero dedicada a tiempo completo a esa familia, con el objetivo de que el capital se cuide, se diversifique, se proteja, se rentabilice y pase a futuras generaciones con una estructura muy definida. En teoría, deberían de ser patrimonios que tengan esta estructura organizativa y que tengan más de 100 millones de euros bajo gestión. Como veis aproximadamente un 50% en mercados líquidos como es renta variable y renta fija, y luego un 40-50% en mercados más ilíquidos.

Tradicionalmente un inversor conservador, una de las carteras más populares es la cartera Bogle, que es 60% renta variable y 40% renta fija. Me gusta su simplicidad y me gusta que sea accesible, pero me parece que es demasiada exposición a renta fija gubernamental sin una protección. Para mí, la protección de la renta fija gubernamental es el oro.

Si el mundo en algún momento colapsa por el exceso de deuda o por los déficits estructuralmente altos que hoy en día ya son lo habitual, lo único que te protege de eso es el oro y probablemente el Bitcoin.

https://t.me/LaCatedralPatrimonio

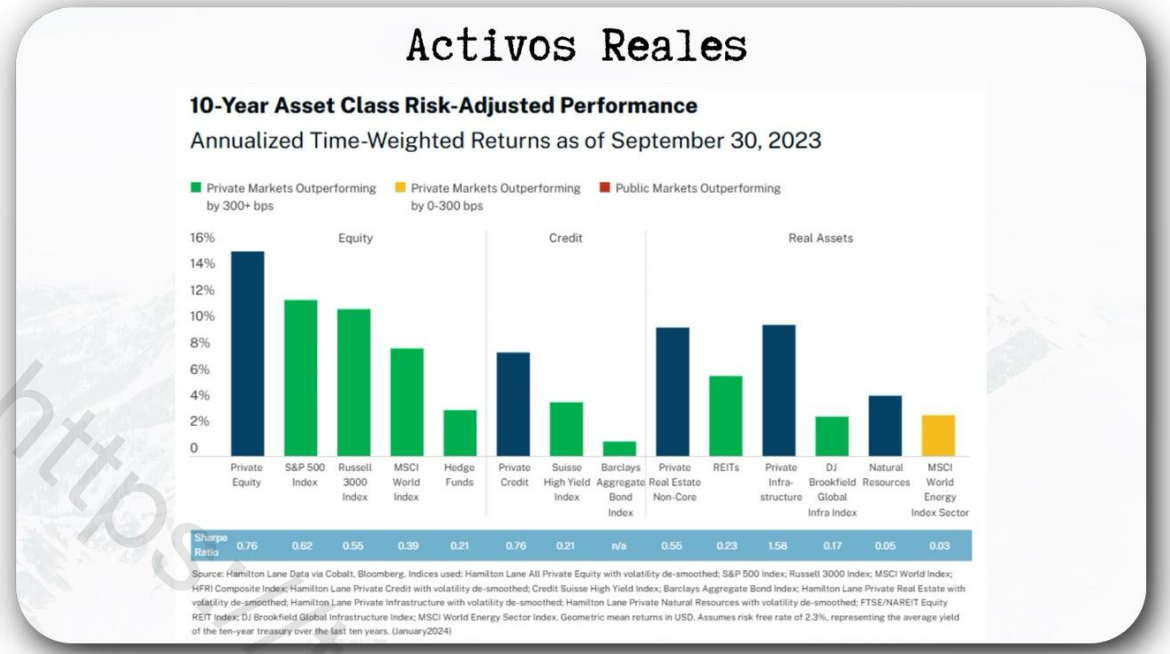
Entonces una cartera que solo contiene bonos gubernamentales y renta variable me parece que está totalmente desprotegida. Por eso el enfoque de Cartera Permanente me parecía bastante más apropiado mucho antes de lanzar el fondo, ya cuando estaba escribiendo el libro.



Aquí, una de las alternativas es en vez de tener tanta exposición en bonos, seguir teniendo exposición en bonos, pero también destinar una parte de tu capital a activos alternativos.

Por ejemplo, una cartera, 50% renta variable, con un 20% a bonos gubernamentales y un 30% alternativos, es una cartera que tiene menos volatilidad que una cartera 60-40, 60% acciones y 40% bonos, y que tiene un retorno anualizado superior. Es decir, el binomio rentabilidad-riesgo es muy superior en este caso.

https://t.me/CanalPatrimonio



Aquí vemos un plazo de 10 años hasta el año 2023, las rentabilidades de diferentes categorías de mercados privados. Vemos como el Private Equity hasta septiembre de 2023, estaba así aproximadamente ese 3% por encima de la renta variable, del MSCI World.

Crédito Privado es otra categoría de mercados privados. No se compara contra el MSCI World, sino contra su primo hermano, que sería la Renta Fija High Yield. Vemos como la rentabilidad de Crédito Privado ha estado sustancialmente por encima de la del índice High Yield y veremos después que incluso con menos riesgo. No solo con una volatilidad inferior, sino en cuanto a porcentaje de *defaults* en la categoría. Y sobre todo, en una métrica que es muy importante, que es el *recovery rate*. Es decir, el porcentaje de *default* es que, de cada 100 compañías, cuántas han quebrado. El *recovery rate* es de cada 100 euros, cuánto he recuperado. Cuanto más alto sea, más recuperas. Es una parte muy importante y ha dado una rentabilidad muy por encima, con un riesgo muy por debajo.

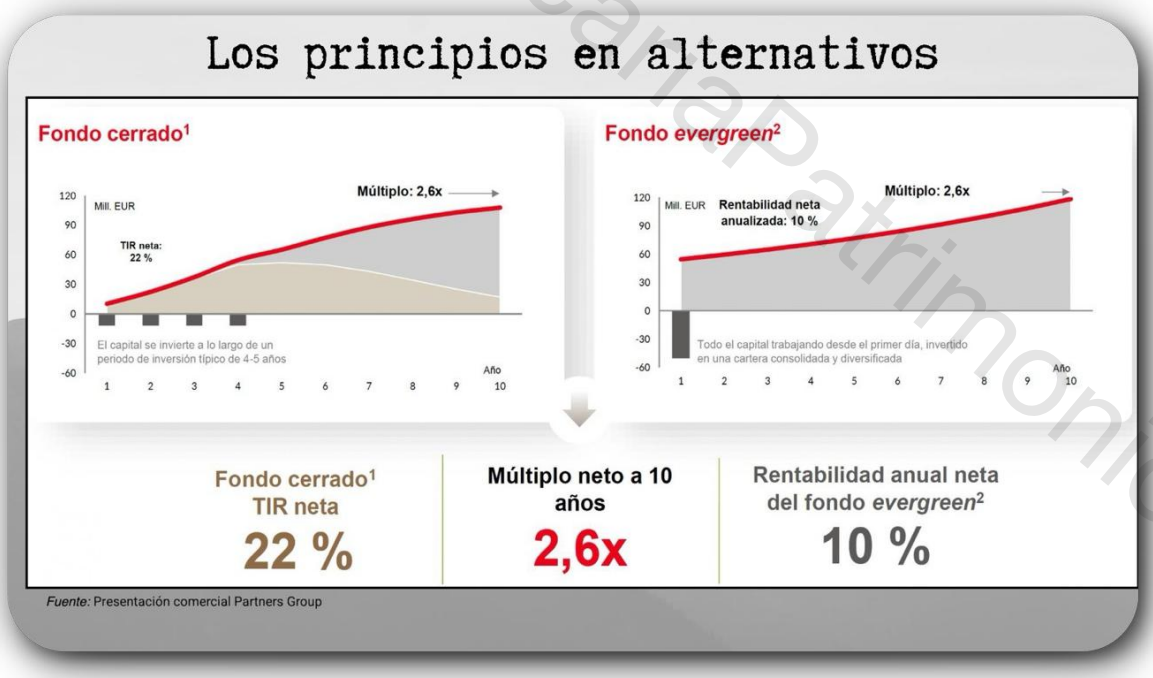
La parte de *Real Estate* no cotizado, lo mismo. A mí, personalmente, los REITs no me gustan nada, porque se incluyen para diversificar y tienen una correlación tremendamente elevada con la renta variable. Si la renta variable tiene un *drawdown* como el del año 2008, 2020 o 2022, Elos REITs suelen ir muy correlacionados, a pesar de que el Real Estate en determinado momento no esté sufriendo. ¿Por qué? Porque no deja de ser una compañía con su balance, con su estructura de empleados, etcétera.

https://t.me/CariaPatrimonio

En cambio, Real Estate privado es directamente invertir en el inmueble, por lo que te quitas toda esa estructura. Es como si lo tuvieses tú. Infraestructuras privadas, exactamente lo mismo que para Real Estate. Tú eres propietario de una parte proporcional de la infraestructura o del proyecto. Cuando inviertes en una compañía de infraestructuras, como puede ser en España, estás invirtiendo en la empresa. Y el rendimiento del sector privado de infraestructuras ha estado muy por encima del rendimiento del sector cotizado de infraestructuras. Para mí, infraestructuras es una de las temáticas más interesantes para los próximos 10 años, porque son *hard assets*, igual que el oro.

En un contexto de inflación, en un contexto de deuda desbocada o déficit, son activos que guardan muy bien su valor. Y por eso lo están haciendo muy bien también los últimos 10 años.

Y por último, recursos naturales, que también es una temática que a mí me parece tremendamente conveniente en la actualidad. Estaríamos hablando de materias primas, exposición a granjas mediante capital privado, bosques, agua, etcétera.



Esta imagen es muy importante, ya que está muy relacionada con la liquidez. Es una imagen que explica muy bien la trampa que utilizan algunos fondos de Private Equity. Tenemos a la izquierda el fondo tradicional de Private Equity. Un fondo que invierte en empresas privadas en un periodo de unos 10 años, habitualmente.

https://t.me/CanalPatrimonio

El fondo empieza a captar capital, por ejemplo, 200 millones. Entonces, empieza a captar inversores para que comprometan 200 millones. Y la parte de comprometer es muy importante. Una vez consiguen esos 200 millones, tienen 5 años para invertirlos. Imagínate que, de los 200 millones, yo comprometí uno. Pueden pasar 2 años y que yo haya desembolsado, es decir, invertido, 0 euros. Puede suceder. Pueden pasar tres años y que haya invertido cero euros también.

Lo normal es que después de cinco años, el millón que he comprometido y los 200 que ha comprometido el fondo, estén totalmente invertidos. Y en los siguientes cinco años, se desinvierta. Es decir, en el año 10. Ese es el fondo tradicional de Private Equity que siempre ha existido y el que domina.

¿Por qué digo que es un poco tramposo? Porque la rentabilidades que cualquier fondo de Private Equity tradicional da con este formato, son sobre capital desembolsado. Eso implica que, imaginad una TIR neta, como vemos en este ejemplo, de un 22%, una TIR neta, después de comisiones, de un 22%. Esto, para quien invierta, sabe que es una absoluta salvajada. Después de 10 años, el múltiplo sobre el capital que invertiste, es decir, si invertiste un millón, tu millón se ha multiplicado por 2,6. Todos sabemos que un 22% durante 10 años no es multiplicar por 2,6. Es sustancialmente más. Ahí está el truco. El 22% es sólo mientras que el capital ha estado invertido. Como puedes invertir tu capital en el año 3 y una de esas empresas venderse en el año 8, una en el año 4, una en el año 9, una en el año 5, una en el 10. Es sobre cada uno de los desembolsos. Y para mí eso es engañoso.

Creo que la regulación lo que debería imponer es que mientras que alguien no tenga desembolsado el capital, mientras que esté comprometido, habría que utilizar la rentabilidad equivalente de la Letra del Tesoro, que es básicamente lo que haces.

Yo llevo invirtiendo en mercados privados 10 años, y mientras no nos han hecho el Capital Call, es decir, cuando no nos han dicho; "*necesitamos tu dinero para invertir*", ese capital está en renta fija a corto plazo. Eso es lo que debería utilizarse de proxy.

Y lo que vemos a la derecha de la imagen es lo que se ha popularizado mucho los últimos años, que son los vehículos Evergreen, que es un vehículo perpetuo, no tiene un plazo fijo, no es a 10 años.

https://t.me/LoriaPatrimonio

Desde el momento en el que tú comprometes capital, estás 100% invertido. Como si fuera un fondo de bolsa normal. Con una rentabilidad anualizada del 10%, que es muy inferior a la del 22%, se llega al mismo punto, más o menos.

Entender esto es súper importante. Cuando veáis rentabilidades del 30% en Private Equity, es sobre el capital desembolsado. Lo cual en el equivalente a estar invertido en todo momento, es en torno a un 15%, que no está nada mal. La diferencia es que una casa de Private Equity te hace el anuncio y te dice la TIR del 20%, eso es un 11% o 10% en fondo tradicional. La realidad es que no vas a conseguir una rentabilidad tan diferente a la de los índices. Vas a conseguir un 3%, 4% dependiendo del fondo que elijas.

A pesar de que desde el momento en el que inviertes estás totalmente desembolsado y en el momento que reembolses te devuelven tu capital, por ser mercados privados hay ciertas circunstancias que diferencian a un fondo normal. Por ejemplo, tener reembolsos trimestrales en vez de tener reembolsos diarios. Tener preavisos, es decir, dentro del trimestre, quizá tengas que avisar 50 días antes. Eso hace que siempre se reembolse en trimestres naturales. Si por ejemplo hablamos de reembolsar el 31 de marzo, finales de junio, finales de septiembre y diciembre, pues para poder reembolsar tengas que decirlo a inicios de febrero. Y al 31 de marzo te darían tu capital. Es más ilíquido, pero para mí es tremendamente interesante.

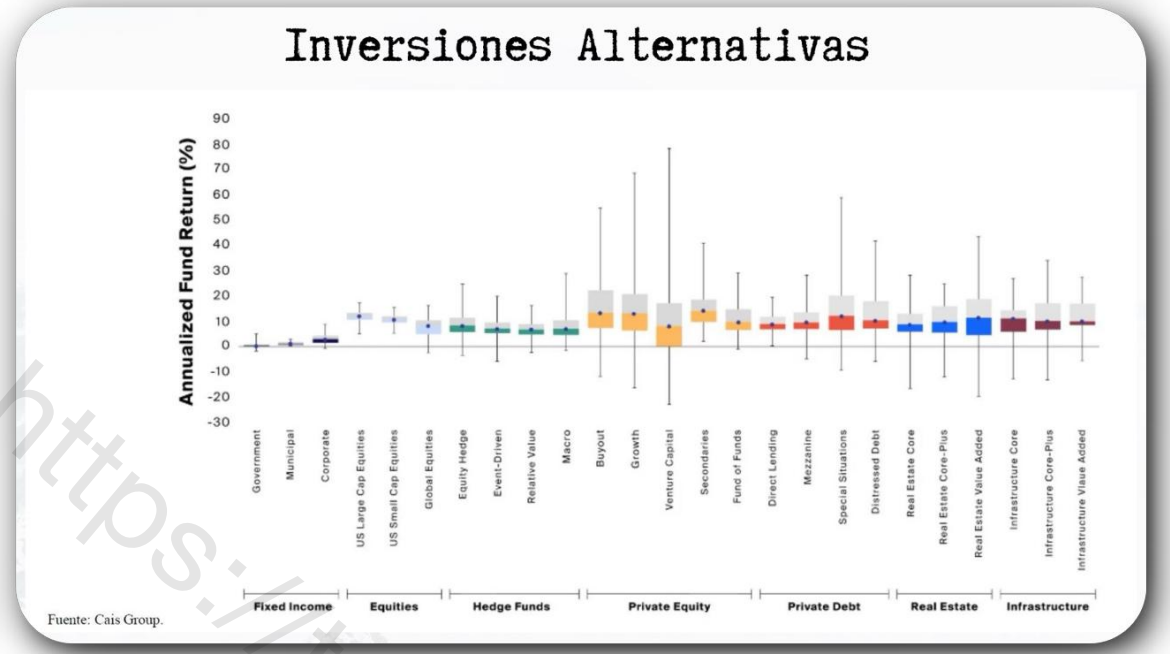
La imagen de arriba es de Partners Group, que es una de las gestoras de mercados alternativos más grandes del mundo, yo diría Top 3 en Europa. Es una gestora suiza, que a mí personalmente me gusta mucho, que tiene vehículos Evergreen, que incluso se puede invertir desde 10.000 €. Aunque mercados alternativos parezca algo exclusivo para grandes endowments, esto sucede cada vez menos. Vehículos que son tremendamente interesantes, son accesibles para todo el mundo.

https://t.me/LeerlaPatrimonio

Aquí vemos una imagen que a mí me gusta mucho, lo utilizo para muchas categorías de activos, en este caso es para mercados privados, diferentes categorías de activos alternativos, y cómo lo hacen cada uno de los años. Lo que vemos es lo mismo que veríamos en los mercados líquidos. Hay determinados años en los que lo hace mejor renta fija High Yield, otros que lo hace emergente, etcétera.

Tanto en activos cotizados como en mercados privados, lo ideal es diversificar entre los mismos, de forma racional, para nunca ser el primero, tampoco nunca ser el último. Siempre estar en la mitad, que es esa casilla blanca en la banda central, donde pone *Asset Allocation*, pues es una asignación de activos que combina todos ellos.

https://t.me/carlaPatrimonio

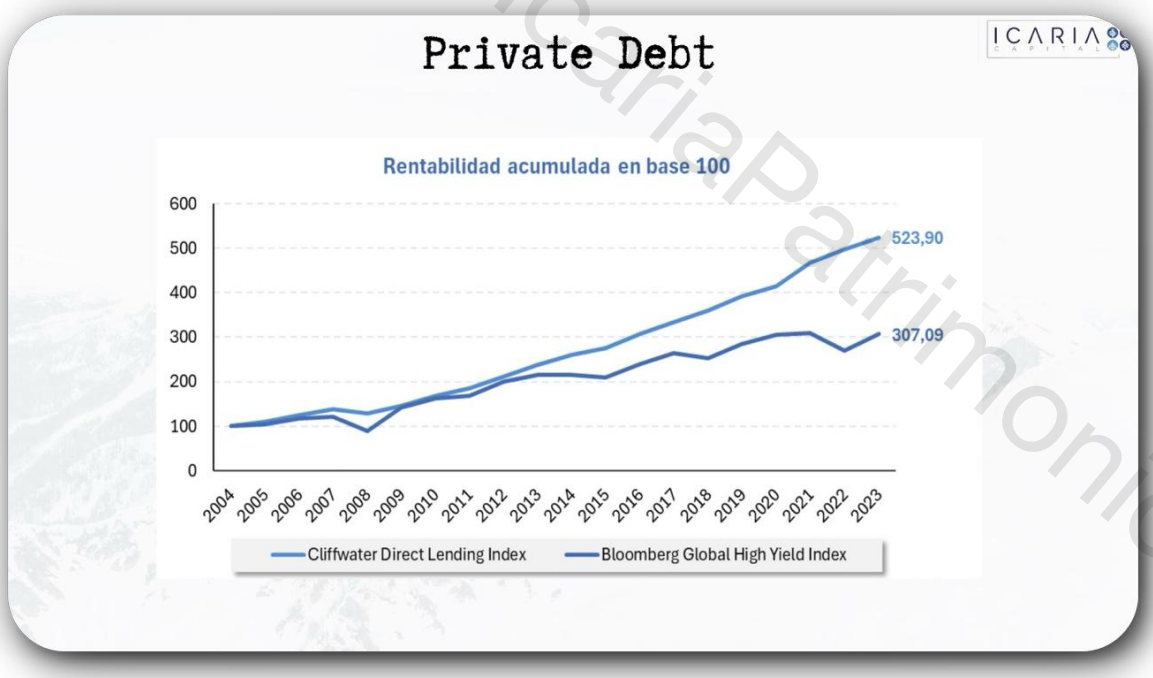


Aquí tenemos prácticamente todas las categorías que hay; Private Equity, Buyout, Growth, Venture Capital, Secundarios, Fondos de Fondos… en Deuda Privada tendríamos Direct Lending, Mezzanine, Special Situations, Real Estate. Se puede ver que cuanto más rentabilidad potencial tiene el activo, más dispersión tiene.

¿Qué vienen a decir las líneas hacia arriba y hacia abajo? La diferencia entre el mejor equipo gestor, y el peor. Vemos que, por ejemplo, en Private Equity, sobre todo en Venture Capital, que es donde hay más dispersión de resultados, el hecho de saber a quién elegir es determinante. Tenemos también el punto medio de rentabilidades anualizadas, que como veis, son superiores al 10%. Pero si nos equivocamos y escogemos mal, al igual que sucede en los mercados líquidos, podemos llevarnos sustos. Por eso, la D*ue Diligence* y el estudio es igual de importante que cuando elegimos un fondo de renta variable o de renta fija.

https://t.me/LeariaPatrimonio

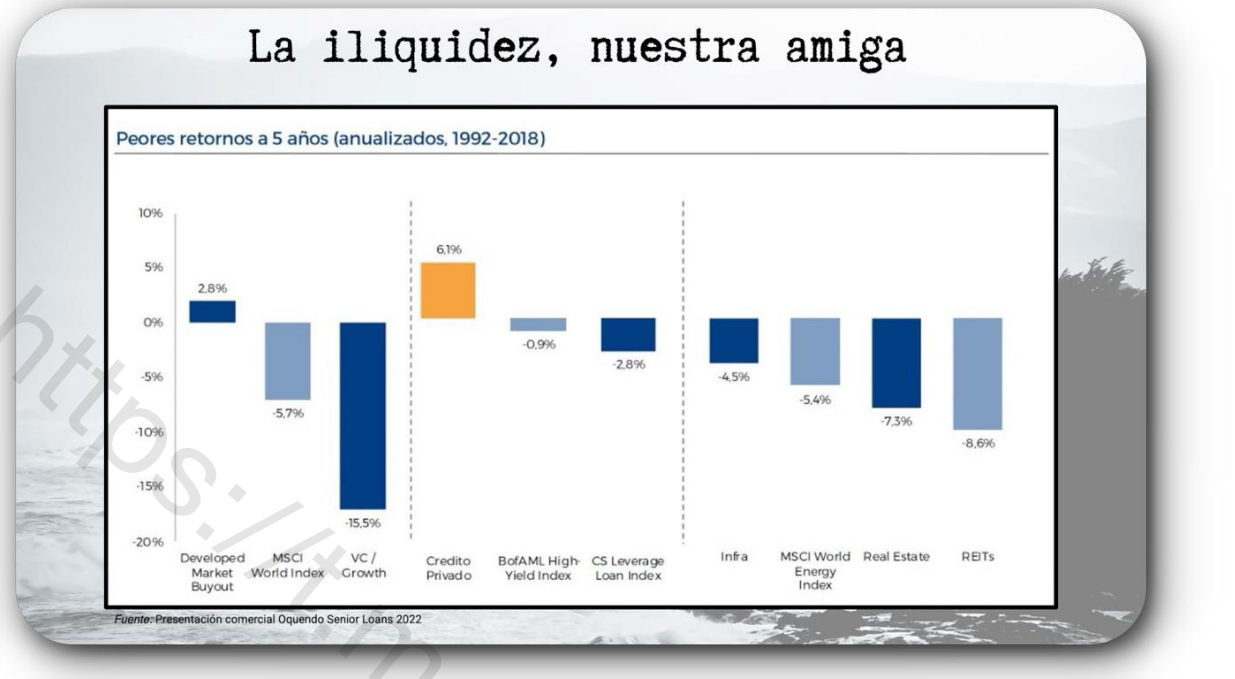
Entrando ya en las diferentes categorías de mercados alternativos. Vamos con Deuda privada. ¿Por qué es tan interesante Deuda Privada?



Este gráfico lo resume muy bien, es el índice más importante de Direct Lending, comparado con el índice de Renta Fija High Yield a nivel mundial. Veis que la rentabilidad desde 2004 es muy superior a la rentabilidad de High Yield. Pero sobre todo su camino es muchísimo más tranquilo, que es la parte más interesante de todo esto. Direct Lending implica que en vez de que un banco preste una empresa, quien presta a la empresa es un

https://t.me/IcariaPatrimonio

fondo de alternativos. Un fondo de deuda hace directamente el préstamo, por lo que le permite que las condiciones de las cláusulas sean todo lo restrictivas que el fondo quiera.

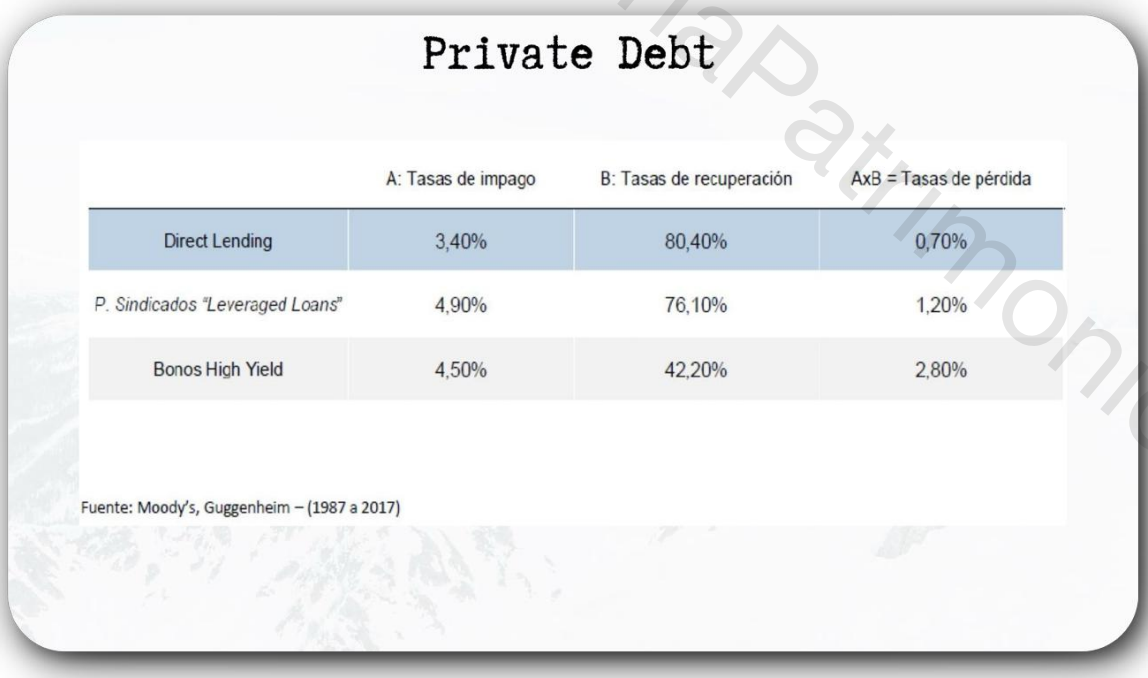


Esta es una diapositiva que saqué de Oquendo, una gestora española, que lo ha hecho de forma espectacular. Se dedica a dar préstamos privados a empresas, cofinanciando con un banco. El banco le da el tramo *amortizing*, el tramo que vas pagando intereses y tramo principal. Y Oquendo le da el tramo *bullet,* que es lo que se paga al final del todo, de golpe.

La imagen te muestra cómo desde el año 1992 hasta el año 2018, si cogemos retornos anualizados en periodos de cinco años, cuál ha sido el peor resultado. En Crédito Privado no hay ningún periodo de cinco años donde haya habido pérdida. En cambio, sí vemos pérdidas en Venture Capital o en el MSCI World. Son además pérdidas anualizadas.

https://t.me/IdeaPatrimonio

La parte de Deuda Privada es posiblemente la más compleja, porque es la que tiene más categorías. Aquí veis todas las posibles categorías que hay dentro de Deuda Privada. Es prácticamente lo mismo que veíamos en mercados privados, pero esto es sólo dentro de un segmento.



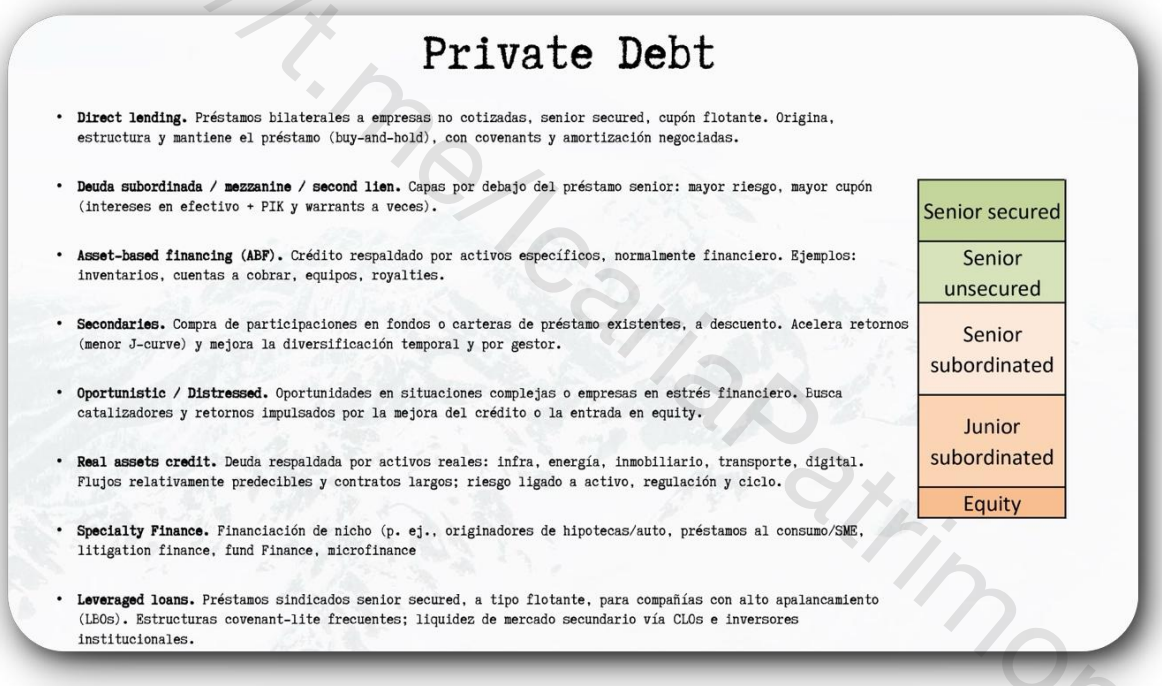
Aquí tenemos lo que hablábamos al principio. En renta fija, la volatilidad no tiene nada que ver con el riesgo. Porque cuando invertimos en un fondo de renta fija, podemos tener la percepción de que estamos invirtiendo en algo tremendamente conservador, pero si se

https://t.me/CariaPatrimonio

empiezan a ensanchar los *spreads* (lo que pagas por encima de la Letra del Tesoro, por ejemplo), puedes encontrarte con un fondo de renta fija con una línea totalmente recta durante muchos años, y de repente cuando hay un shock de crédito y se ensanchan los *spreads*, tengo una caída del 30%, en innumerables casos. Y es porque es un activo muy ilíquido, a pesar de que parezca que no.

Lo importante para medir el riesgo en deuda, tanto privada como cotizada, es cuál es el porcentaje de impagos y cuánto dinero prestado se recupera, cuando hay problemas. Esos son los parámetros que realmente importan.

Históricamente, desde el año 1987 a 2017, tenemos Direct Lending con tasas de impago del 3,4%, tasas de recuperación del 80,4%, por lo que la tasa de pérdida es del 0,70%.



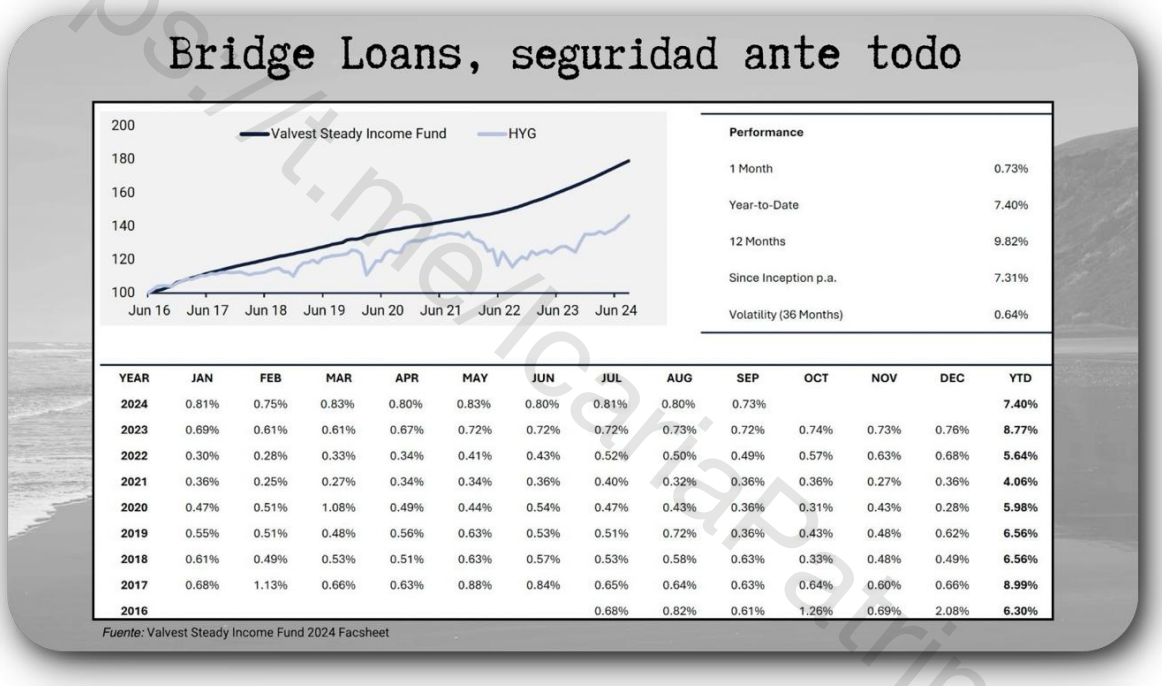
Y aquí tenemos todas las categorías que existen. Direct Lending, que ya lo he explicado, Deuda Subordinada/Mezzanine me parece una parte más arriesgada, menos interesante para el inversor y donde sí que hay que remangarse mucho más para saber dónde invertir.

Asset-based finance es una categoría que me gusta mucho. Son préstamos respaldados por activos reales. Imagínate un préstamo respaldado por un avión, un préstamo respaldado por una propiedad. Me gusta porque la diferencia es que cuando un bono normal, un bono Investment Grade o bono High Yield quiebra, quien tiene que responder

https://t.me/LaraPatrimonio

ante esa quiebra es la empresa. Y si la empresa, con su estructura de liquidez no es capaz de hacerlo, pierdes dinero. Por eso vemos las tasas de recuperación que vemos. Pero cuando tenemos un activo detrás, si la empresa quiebra, esos activos están los primeros a la cola. Los tenedores de un bono Asset-Based Finance son los primeros en ir contra el activo, que es venderlo. Por lo que se recupera más la caja que quede después de hacer frente a las deudas. Por eso las tasas de recuperación son mucho más elevadas.

Podéis leer el resto de categorías en la imagen, para haceros una idea general de todas las categorías dentro de Deuda Privada.



Este es Valvest Steady Income Fund, un fondo de *Specialty Finance* respaldado por un activo real, en este caso inmuebles. Es un fondo de una gestora suiza, de un Family-Office que lleva haciendo lo mismo 30 años con fondos cerrados. Y lo hace tan bien que hace casi 10 años decidió sacar un vehículo *Evergreen*, que es este que veis en la imagen. Un fondo que no ha tenido ningún mes negativo desde que ha salido. Se dedica a son préstamos puente, *bridge loans*. Un *bridge loan* es un préstamo cuyo colateral, es decir, cuyo respaldo del préstamo si ocurre algo malo, es un inmueble. En el caso de este fondo, todos los préstamos en agregado tienen lo que se llama *Loan-to-Value* de un 65%. Eso significa que el préstamo con respecto a la cartera de inmuebles es un 65%. Es decir, la cartera de inmuebles tiene un valor muy superior.

https://t.me/canalpatrimonio

¿Por qué es tan importante esto? Porque si tienes un *Loan-to-Value* del 65%, significa que incluso con una caída del 20-25% del valor de los inmuebles, aún estás repagando el préstamo sin incurrir en ningún problema. Por eso tienes una base de rentabilidades tan estable. Tenemos el rendimiento del fondo en azul oscuro, y el rendimiento de la Renta Fija High Yield en clarito. En euros está dando en torno a un 7%, ahora incluso más. Es una barbaridad, en mi opinión. Una gente que lo hace muy, muy bien.

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2024	1.79%	0.92%	0.82%	0.30%	1.00%	0.42%	1.19%	0.97%	1.06%	0.46%	0.64%	0.83%	10.91%
2023	1.87%	0.65%	-0.41%	0.96%	0.48%	0.68%	0.96%	0.96%	-0.32%	-0.77%	1.92%	1.47%	8.73%
2022	0.71%	0.78%	-0.94%	-0.09%	-0.52%	-0.96%	0.14%	1.04%	-1.12%	-1.08%	1.12%	0.67%	-0.28%
2021	0.85%	0.27%	0.53%	0.65%	0.54%	0.69%	0.53%	0.56%	0.78%	0.51%	0.14%	0.14%	6.37%
2020	1.01%	0.01%	-7.38%	2.27%	1.98%	1.95%	1.13%	1.36%	0.54%	0.44%	1.11%	0.25%	4.39%
2019	1.16%	0.60%	0.70%	0.85%	0.32%	0.48%	0.45%	0.27%	0.09%	0.79%	0.83%	0.97%	7.76%
2018	0.98%	0.80%	0.69%	0.36%	0.52%	0.71%	0.24%	0.42%	1.15%	0.29%	-0.32%	0.01%	6.01%
2017	1.09%	1.61%	1.57%	1.08%	2.26%	1.11%	0.90%	1.37%	1.91%	0.71%	0.47%	0.17%	15.21%
2016	-0.33%	-0.32%	0.77%	1.37%	0.81%	0.16%	1.58%	1.07%	1.47%	0.96%	1.17%	0.94%	10.08%
2015	-0.10%	0.96%	0.70%	0.50%	0.68%	0.45%	0.30%	0.39%	-0.29%	0.43%	0.53%	0.54%	5.19%
2014	1.18%	0.79%	1.36%	0.67%	1.22%	0.42%	0.63%	0.24%	0.57%	-0.26%	0.16%	-0.25%	6.93%
2013	4.13%	0.23%	0.59%	1.82%	1.86%	-2.82%	1.00%	0.28%	0.73%	2.38%	0.74%	0.95%	12.39%
2012	4.56%	4.01%	2.33%	0.70%	0.30%	2.42%	3.35%	6.09%	6.79%	2.23%	1.79%	3.24%	44.81%
2011	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.11%	0.92%	-0.05%

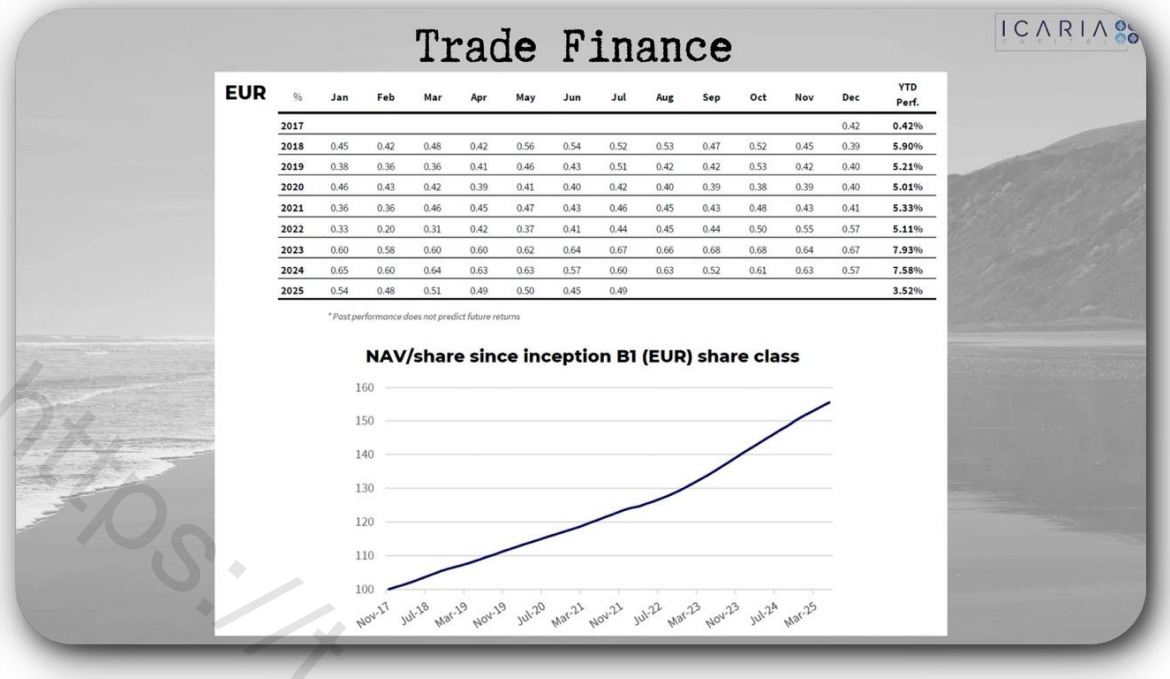
As of 31 December 2024. SOURCE: PIMCO
Past performance is not a guarantee or a reliable indicator of future results.
Performance is net of performance, management and administration fees. DiSCO II inception: 7 October 2011. **An investment in any PIMCO managed fund entails a high degree of risk and investors could lose all or a portion of their investment.**
Refer to Appendix for additional performance and fee, investment strategy and risk information.

Since Inception Annualized Return 10.0%

Este sería **PIMCO DiSCO**, un fondo de una de las gestoras de crédito más importante del mundo. Invierte en titulizaciones. Son activos líquidos, podrían incluso encontrarse fondos como los que hay en Morningstar con liquidez diaria de titulizaciones, pero en este caso se mete en el espectro cuando en determinada área hay problemas. Compra un activo que es de los más seguros que hay dentro de deuda, muchísimo más seguro que un bono Investment Grade. un activo tremendamente interesante, pero en momentos donde es interesante comprarlo. Por ejemplo, lo que haría un fondo Value, comprar una compañía a mejor precio. Esto es exactamente lo que hace PIMCO.

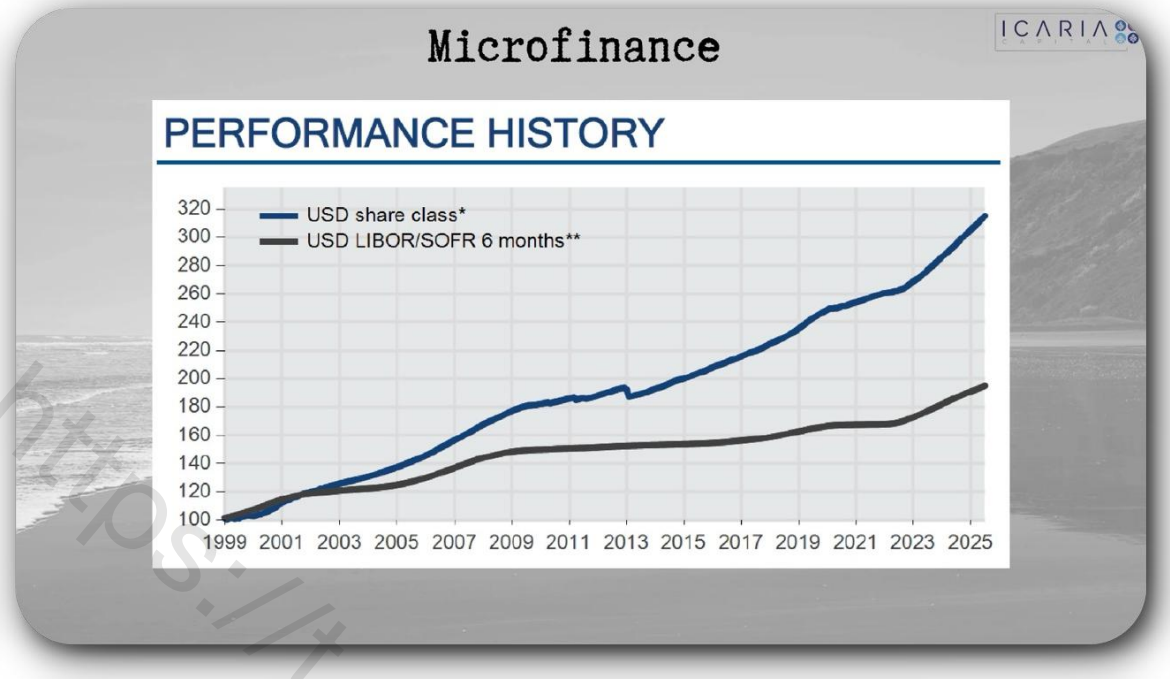
Y aquí tenéis las rentabilidades. Desde el año 2011 ha dado un 10% anualizado, y el año con mayores pérdidas ha sido un -0,28% en el año 2022. Un fondo de Deuda Privada súper interesante. Dentro de un espectro de deuda que es muy poco conocido, más de nicho, pero muy interesante, al fin y al cabo.

https://t.me/IcariaPatrimonio



Y este es **Horizon Capital Fund**, un fondo de *Specialty Finance* de una gestora suiza. Uno de los mejores fondos que conozco. Lo que hace es *Trade Finance*, esto es, dar préstamos cuyo colateral son materias primas que no sean perecederas. Que sean 100% líquidas. Se da una materia prima que tenga un valor por encima del préstamo. La mayor parte de los préstamos son a menos de 12 meses, por lo que hay una cartera con mucha rotación, lo cual para mí también es muy interesante, ya que te ofrece una seguridad bastante elevada. Creo que tampoco tuvo ningún mes negativo, a pesar de haber vivido el COVID, a pesar de haber vivido el mal año 2022. Y rentabilidad een torno al 6% anualizado, en euros. En dólares, obviamente sería superior.

https://t.me/IcariaPatrimonio

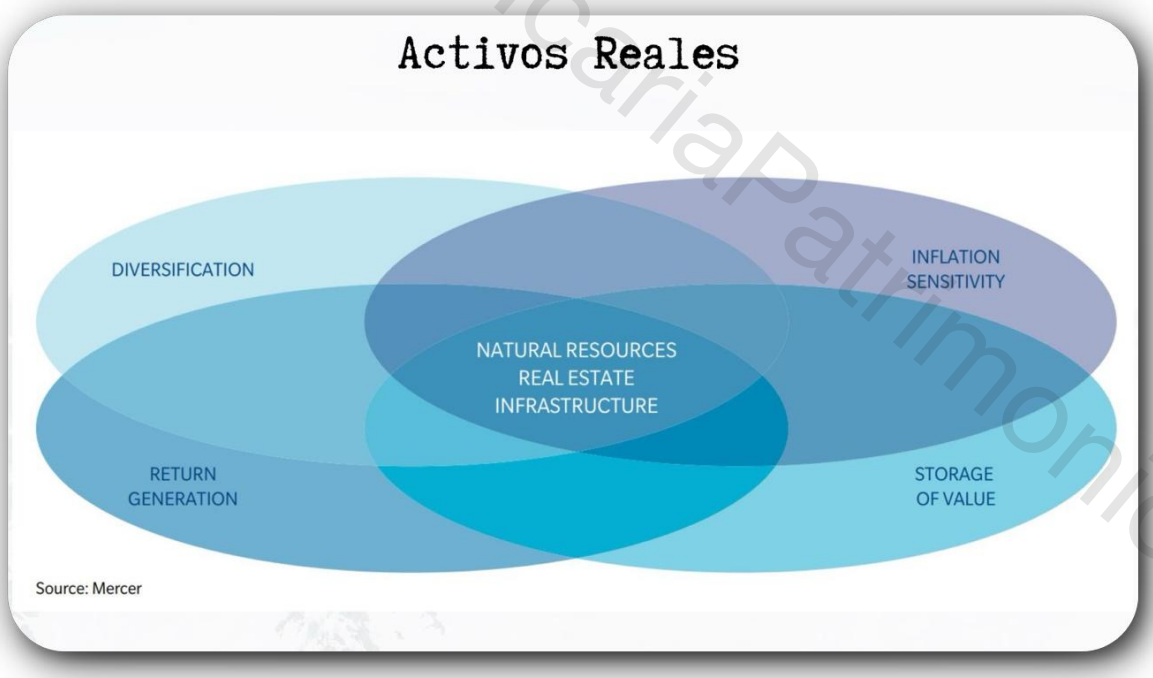


Este es **BlueOrchard**, el fondo de Microfinance más grande del mundo. Lo compró la gestora Schroders, que es Top 20 mundial, y tiene *track record* desde 1999. No sé si ha tenido algún año negativo, creo que no, pero la caída más grande que ha tenido ha sido un -3%, y ha dado históricamente un 2% por encima de Letra del Tesoro. Y con una curva como la que veis, la de un fondo monetario.

¿Qué es *Microfinance*? Dentro de países emergentes, cuando damos préstamos muy pequeñitos, de mil dólares o similar, a familias o negocios que lo necesitan. Agrupamos miles de préstamos y diversificamos toda esa base.

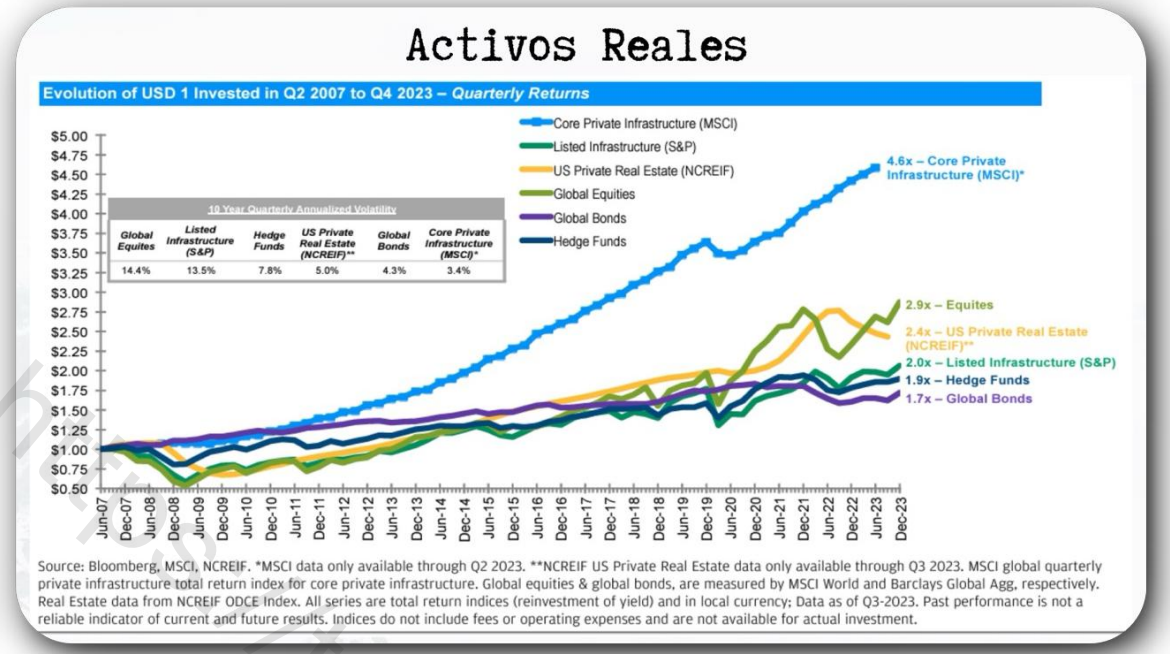
https://t.me/IcariaPatrimonio

Activos reales; infraestructuras,, transporte de mercancías, leasing aéreo, oro y bitcoin entraría dentro de activos reales por los motivos que mencionábamos al principio.



Es una categoría que es muy interesante por la diversificación que ofrece, porque tiene una correlación muy baja, por ser *hard assets*, almacena muy bien el valor y responde muy bien a momentos de inflación.

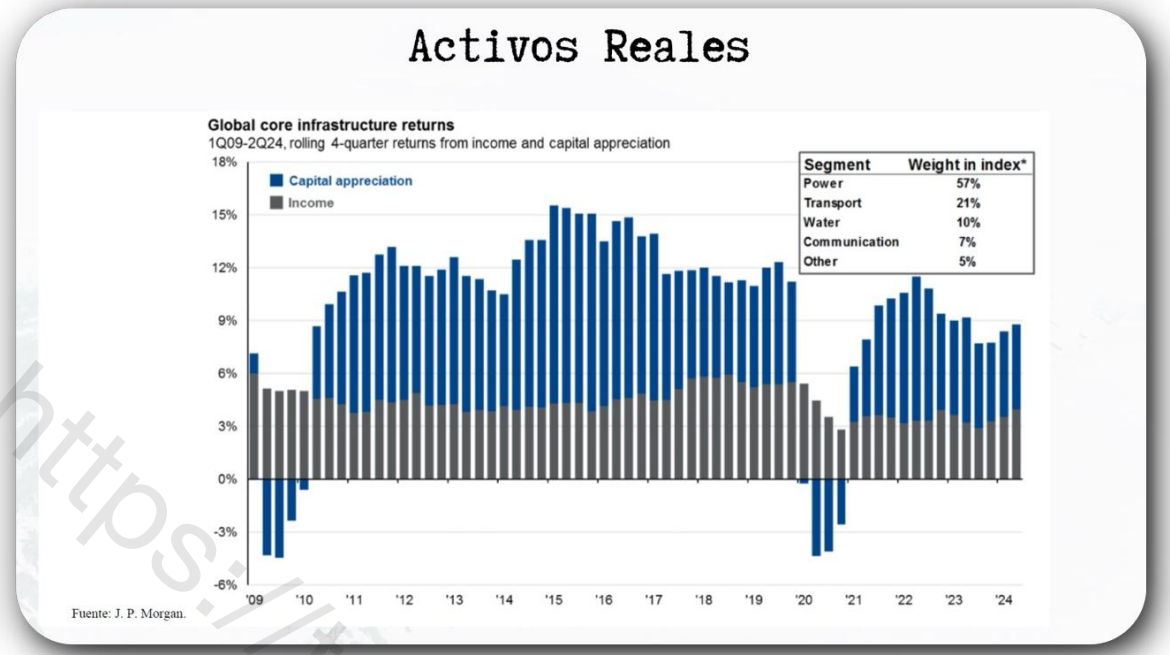
https://t.me/IcariaPatrimonio



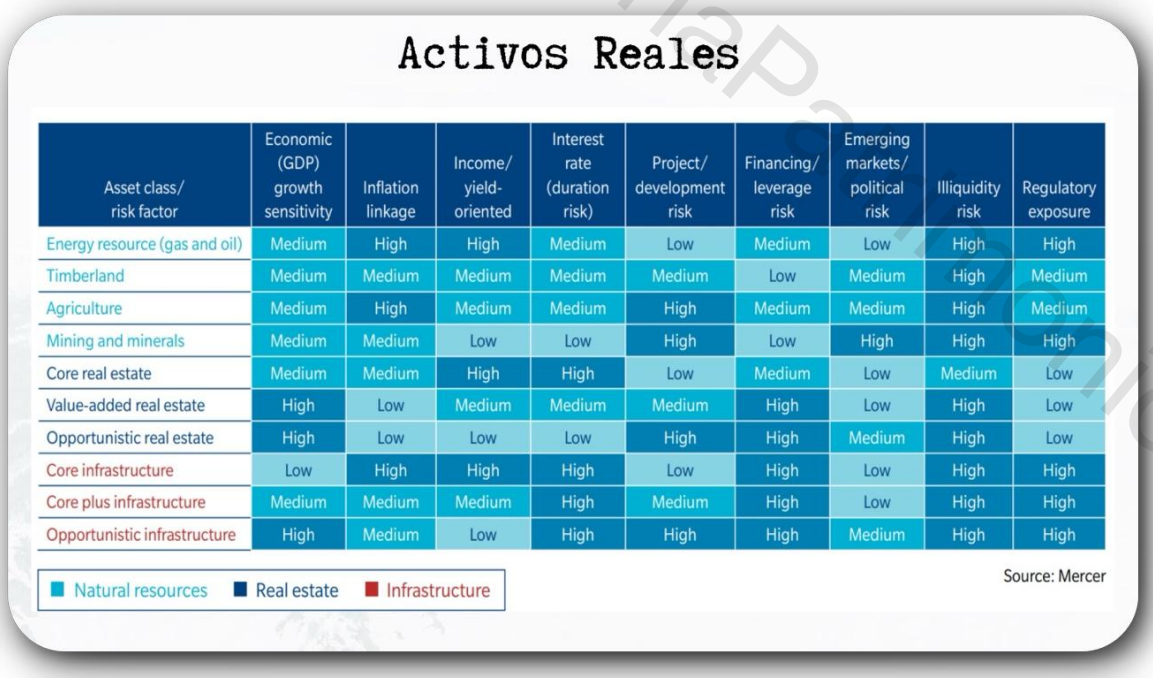
Aquí vemos el índice Core Private Infrastructure de MSCI, que es la línea azul, el comportamiento que tiene. Si lo comparamos con infraestructuras listadas, que sería la verde, vemos que tiene un comportamiento bastante diferente.

Por ejemplo, en el año 2008, que es una prueba de fuego siempre, pues el sector de infraestructuras cayó en torno a un 40%, y en cambio infraestructuras privadas prácticamente no se despeinó, no llegó al 10%, debió de estar en torno a un 5% aproximadamente la caída. Por eso, es una categoría súper interesante cuando hablamos de invertir en infraestructuras privadas.

hola@mariapatrimonio



Por un lado se aprecian cada año, esto también sirve para los inmuebles, todos los años se van revalorizando al ritmo de la inflación o más, que es lo que vemos aquí, Capital Appreciation, y luego va generando renta. Por lo tanto, esas rentas en un año como 2008, si os fijáis, acolchan mucho la caída que puede tener en valor.



Activos Reales

Asset class/ risk factor	Economic (GDP) growth sensitivity	Inflation linkage	Income/ yield-oriented	Interest rate (duration risk)	Project/ development risk	Financing/ leverage risk	Emerging markets/ political risk	Illiquidity risk	Regulatory exposure
Energy resource (gas and oil)	Medium	High	High	Medium	Low	Medium	Low	High	High
Timberland	Medium	Medium	Medium	Medium	Medium	Low	Medium	High	Medium
Agriculture	Medium	High	Medium	Medium	High	Medium	Medium	High	Medium
Mining and minerals	Medium	Medium	Low	Low	High	Low	High	High	High
Core real estate	Medium	Medium	High	High	Low	Medium	Low	Medium	Low
Value-added real estate	High	Low	Medium	Medium	Medium	High	Low	High	Low
Opportunistic real estate	High	Low	Low	Low	High	High	Medium	High	Low
Core infrastructure	Low	High	High	High	Low	High	Low	High	High
Core plus infrastructure	Medium	Medium	Medium	High	Medium	High	Low	High	High
Opportunistic infrastructure	High	Medium	Low	High	High	High	Medium	High	High

Natural resources · Real estate · Infrastructure

Source: Mercer

Cada una de las infraestructuras o activos reales, vemos ahí bosques, agricultura, minería, Real Estate en directo, infraestructuras en directo, responde a diferentes

https://t.me/icariaPatrimonio

estímulos, reacciona de diferente forma a la inflación, al crecimiento del PIB, por eso es muy interesante diversificar.

Y este es uno de los motivos que resume también porque es interesante incorporarlo. Porque todos los sectores en renta variable tienen una correlación muy alta, cuando hay caídas o hay subidas suelen hacerlo más o menos igual, y en cambio activos reales tienen una correlación bastante más baja.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Dentro de infraestructuras, igual que en la parte de Deuda Privada, las hay más conservadoras y menos conservadoras. La parte "*core*" sería el perfil de infraestructuras o inmuebles más conservadora, que son infraestructuras que ya están en funcionamiento. Activos claves para el desarrollo de un país y que ya tienen los contratos de leasing o alquiler firmados a 20 años vista.

Evidentemente, al ser activos mucho más conservadores, la rentabilidad objetivo suele estar en torno al 8% aproximadamente.

Si nos vamos a algo más de chicha dentro de infraestructuras, Core-plus es también una infraestructura muy conservadora pero con un poquito más de riesgo, activos que están en funcionamiento a largo plazo pero no son tan fundamentales como los anteriores, la rentabilidad objetivo está en torno al 10-11% y luego ya nos podríamos ir a infraestructuras Greenfield, que están por desarrollar y las rentabilidades ya pueden ser de más del 15-20%. Nosotros siempre nos solemos posicionar en la parte más conservadora, porque somos conservadores por naturaleza.

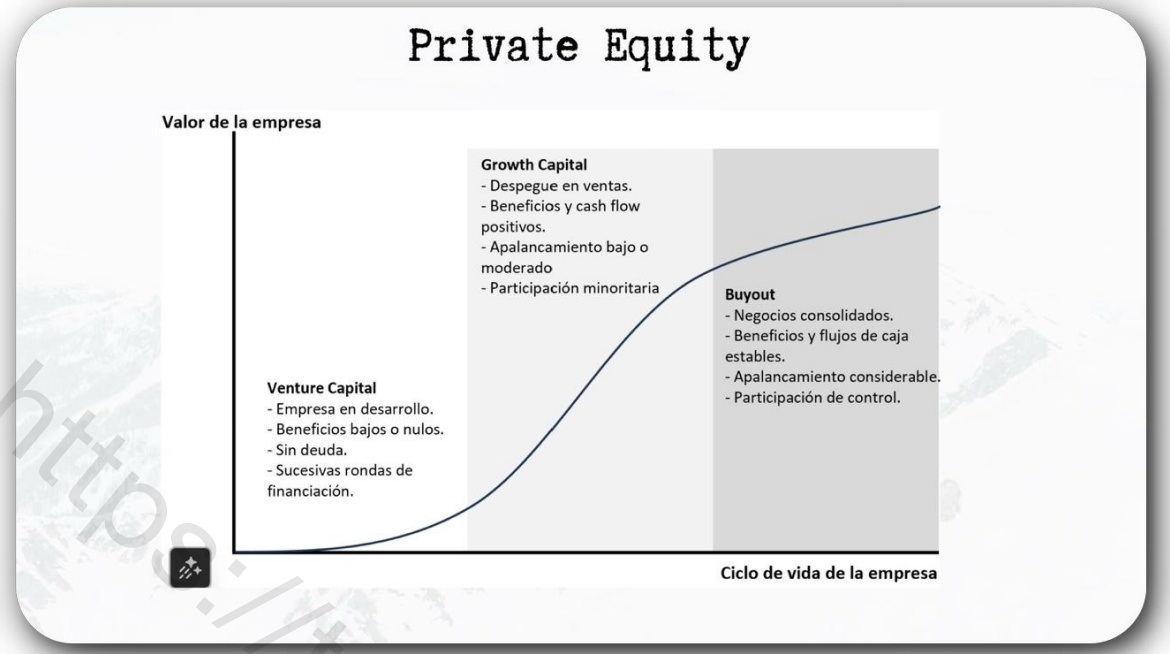
Y aquí os pongo un fondo de activos reales que existe, bueno, el track record del fondo que cotiza existe desde el año 2008, ya tiene cerca de 20 años, pero la gestora lleva haciendo esto 25 años, si no me equivoco, que es GSA Coral, es la gestora de residencias de estudiantes de las más grandes del mundo. La caída más grande fue en el año 2020, el peor momento para residencias de estudiantes porque básicamente no

https://t.me/LoariaPatrimonio

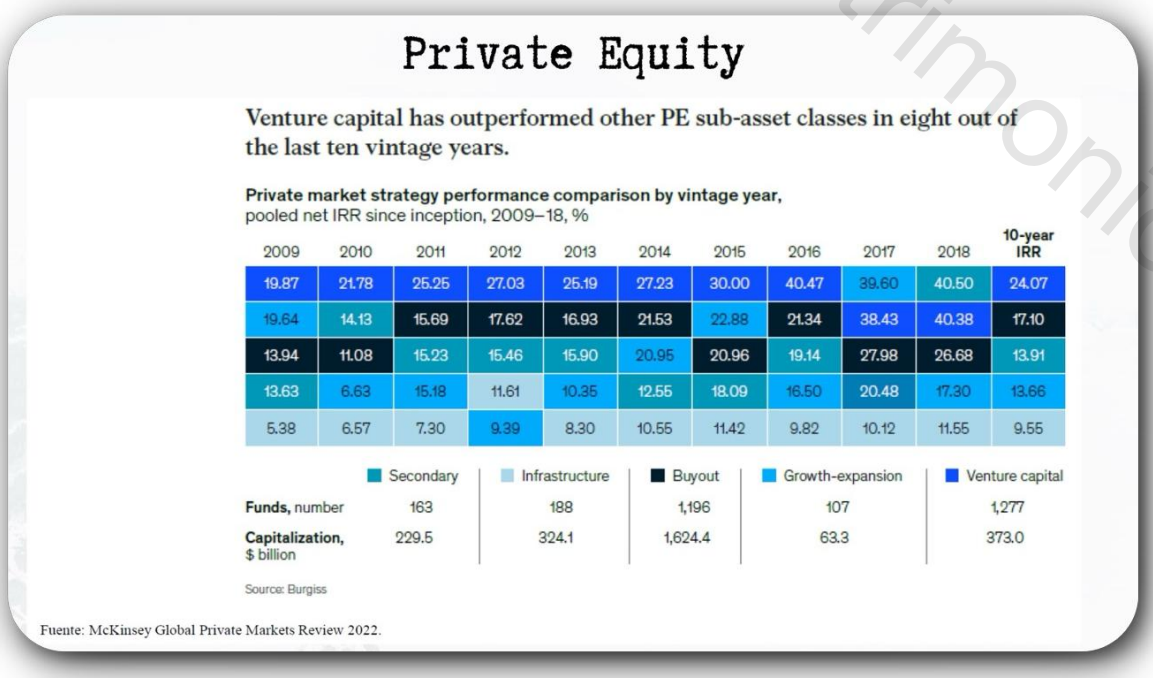
podían ni estar ocupadas y no llegó a caer ni un 5%. Y es un fondo que ha dado una rentabilidad superior a lo que dan los bonos Investment Grade desde inicio, pero con una volatilidad inferior.

https://t.me/ICariaFattomonio

Nos vamos a Private Equity. Son empresas privadas. Por mucho que suene sofisticado, no es más que eso, es exactamente igual que invertir en empresas cotizadas, pero siendo privadas. Lo que pasa es que su comportamiento va mucho más vinculado a la economía real. En los mercados cotizados, a pesar de que la economía sufra, como viene sucediendo desde el año 2022, pueden hacerlo separándose un poco de la realidad de la economía real. Private Equity suele ceñirse bastante más a lo que sucede en la realidad.



Tenemos diferentes tipos de Private Equity; por ejemplo Venture Capital, una empresa que está en desarrollo en los periodos iniciales. Growth Capital, una empresa que ya ha despegado en ventas, que ya tiene buenos beneficios y cash flow. Y la última parte que es Buyouts, que son negocios ya muy consolidados y lo que suele hacer un fondo de Private Equity es comprar una compañía grande, la endeuda, porque es una empresa estable, para posteriormente sacarla a bolsa o que otro Private Equity la compre, etcétera.



https://t.me/LaPatrimonio

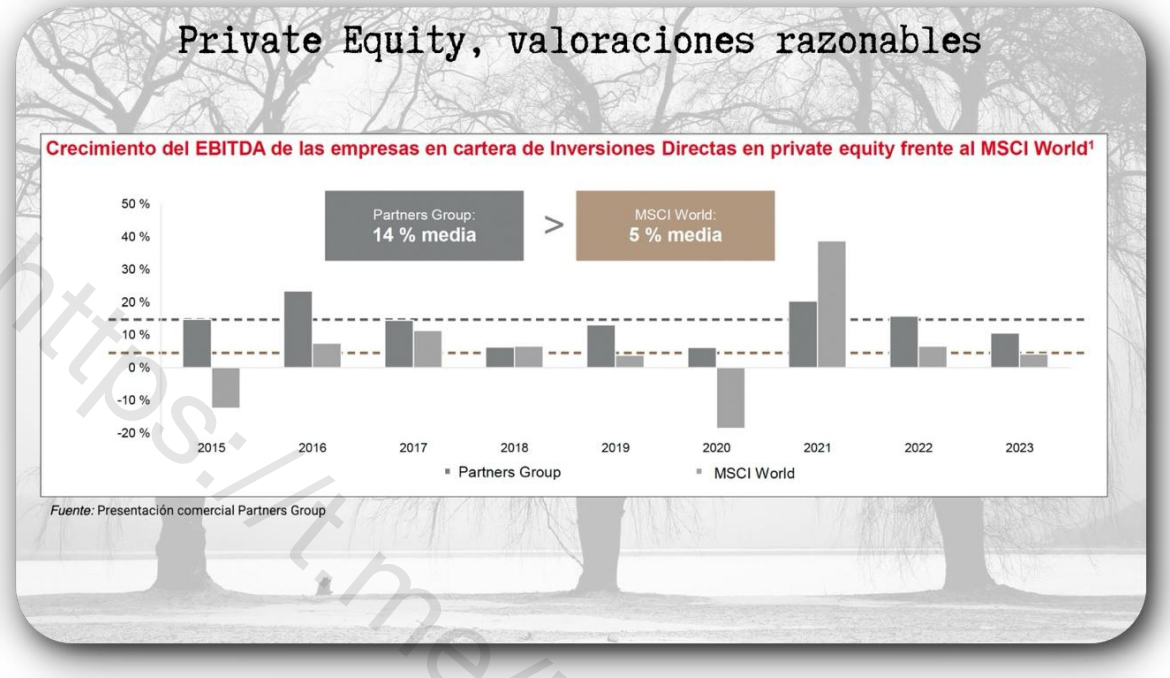
Aquí tenemos las diferentes categorías de Private Equity por años. Buyouts, Growth y Venture. Rentabilidades que suelen estar por encima del 10%

En renta variable podemos comprar una compañía. En Private Equity, como se explicaba al principio, suelen ser periodos de permanencia de 5 o 6 años dentro de la compañía. Son fondos que normalmente se dice que son caros porque no tienen nada que ver con invertir en renta variable. Un Buyout supone que entre un equipo directivo nuevo, cambia absolutamente todo y convierte a una compañía en mucho más eficiente. Cambia el guión absolutamente. Por lo tanto, en ese aspecto, no es muy comparable. Pero cuando un fondo de Private Equity sale, lo normal es que salga de la compañía sacando la bolsa y vende un porcentaje del flow a través de un SPAC, que se pusieron también muy de moda en el año 2020 creo recordar. Una adquisición estratégica por parte de un competidor que es parece lo que puede suceder con TK-Elevator, la parte de Tissen. La parte de recompra de acciones del equipo directivo, que se la quede el equipo directivo, eso pasa muchas veces. Liquidación si el negocio no prospera, o que la compre otro Private Equity.

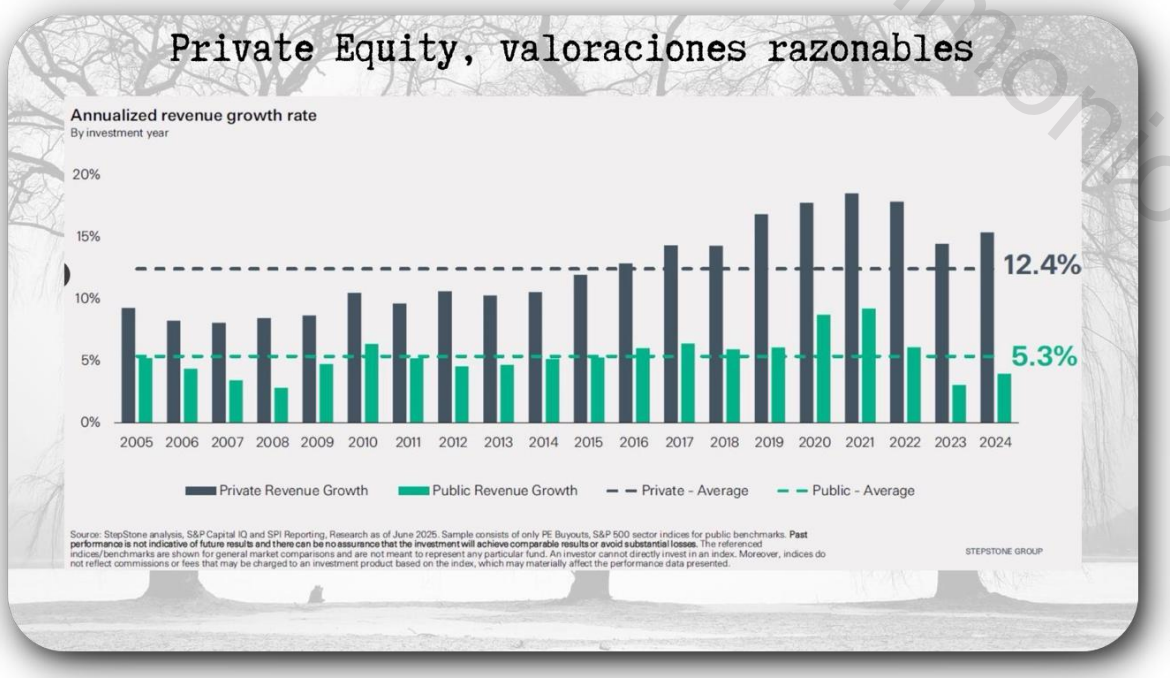
Por ejemplo, en mi caso yo lo vivo desde dentro. El Family-Office para el que soy consejero y gestionamos el capital, está participado por un Private Equity. Y es el segundo que está y va a entrar el tercero. Es algo normal. Si entras en una compañía que tiene 30 millones de ventas, no vas a sacar la bolsa ni vas a hacer una SPAC. Lo normal es que entre un fondo de Private Equity en una compañía que tiene 30 millones en

https://t.me/icariaPatrimonio

ventas, las multiplique por x5 o x10, en este caso lo que sucedió se multiplicaron por 10, y entre otro fondo de Private Equity o se saque a bolsa. Porque es una compañía que está en el periodo de crecimiento como veíamos antes, es la evolución natural.



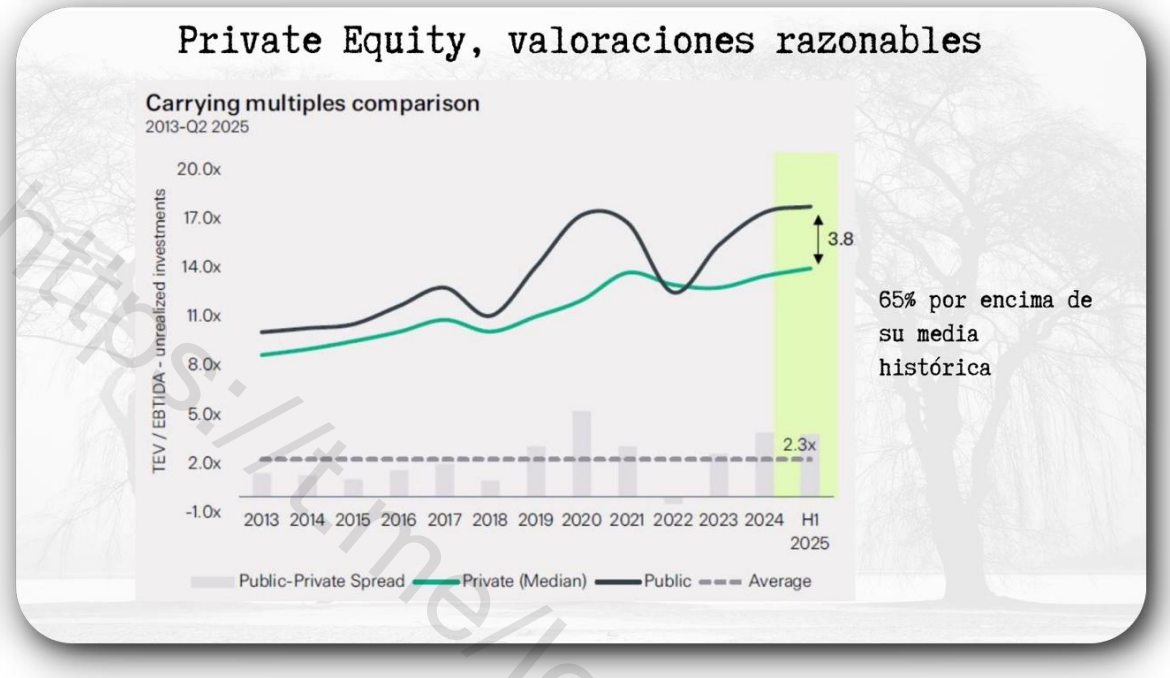
Se escucha a veces que Private Equity está sobrevalorado, pero casualmente, si nos ceñimos a los datos, desde el año 2015 hasta el año 2023, el crecimiento en EBITDA de las compañías que tiene en cartera Partners Group fue de un 14% mientras que el crecimiento en EBITDA del MSCI World fue un 5%, es decir, crecieron el triple. Sin embargo, lo hizo mejor el MSCI World. Expandió múltiplo muchísimo más, se encareció mucho más el MSCI World.



Y

https://t.me/LaCalaPatrimonio

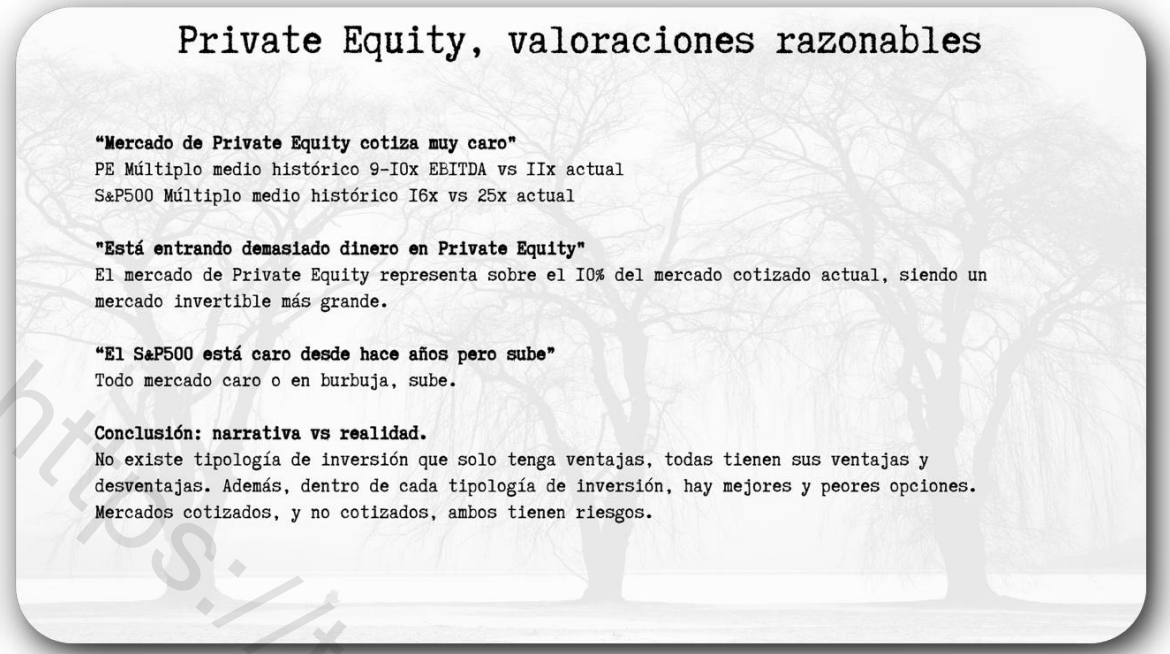
Aquí tenemos también históricamente, a qué ratios crecen las compañías privadas y a qué ratios crecen las compañías públicas. Como vemos, desde el año 2005, también han venido creciendo mucho más rápido las compañías privadas. Es normal, porque suelen ser más pequeñas.



Y aún así, la media histórica nos dice que la diferencia en múltiplo EBITDA (Beneficios antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización) entre las compañías privadas y públicas desde el año 2013 hasta 2025 es 2,3x. Es decir, las compañías públicas cotizan 2,3 veces EBITDA más que las privadas. Ahora mismo ese múltiplo está a un 65% por encima de su media histórica. Es decir, las compañías públicas están un 65% más caras con respecto a las privadas que su media histórica. Compañía pública quiere decir que cotiza que cotizan en el mercado público (la bolsa), no que sean del Estado.

O sea que si comparamos el múltiplo de compañías privadas y compañías públicas, los datos objetivos nos dicen que en relación a la media histórica, están muchísimo más caras las públicas. Un 65% por encima de su media histórica.

https://t.me/calgPatrimonio



Cuando se habla mercado de Private Equity cotiza muy caro; múltiplo medio histórico en Private Equity 9-10 veces EBITDA versus el 11 actual, el múltiplo medio del S&P500 es 16 versus el 25 actual.

También se dice que está entrando demasiado dinero en Private Equity. El mercado de Private Equity representa el 10% del mercado sobre el total de inversiones, muchísimo menos que el mercado cotizado, siendo un mercado invertible mucho más grande, ya que hay muchas más empresas privadas que públicas.

El S&P500, está caro desde hace años pero sube. Todo mercado en burbuja, sube. No se entiende una burbuja sin subir.

Conclusión narrativa versus realidad.

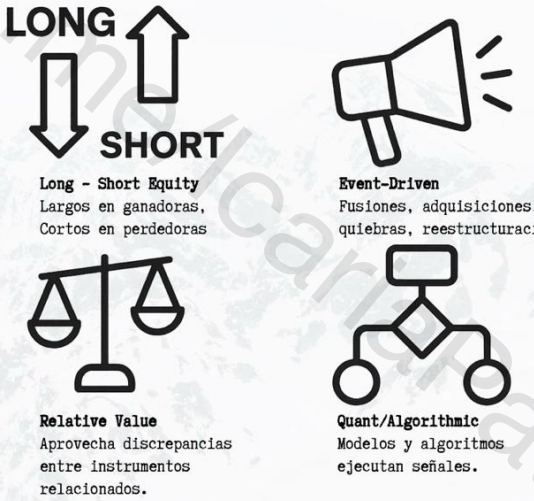
https://t.me/icariaPatrimonio

Un fondo de ejemplo de Private Equity es el de Partners Group, que como os decía, en el año 2008 no llegó a caer ni un 10%, cayó un 6,8%. Y ha hecho una TIR anualizada media por encima de doble dígito.

Hamilton Lane, que es una de las gestoras de Private Equity más grandes de Estados Unidos. Su fondo Evergreen, que salió en el año 2019, lo ha hecho por encima incluso del MSCI World. Lo cual no debería de ser lo normal, en el contexto actual, pero así ha sido.

https://t.me/carlaPatrimonio

Hedge Funds



Long - Short Equity
Largos en ganadoras,
Cortos en perdedoras

Event-Driven
Fusiones, adquisiciones,
quiebras, reestructuraciones

Relative Value
Aprovecha discrepancias
entre instrumentos
relacionados.

Quant/Algorithmic
Modelos y algoritmos
ejecutan señales.

Hedge Funds

Hedge funds: años de viento en contra

Liquidez → menos creadores de mercado

Bancos centrales → precios 'sostenidos"

Volatilidad → vol contenida

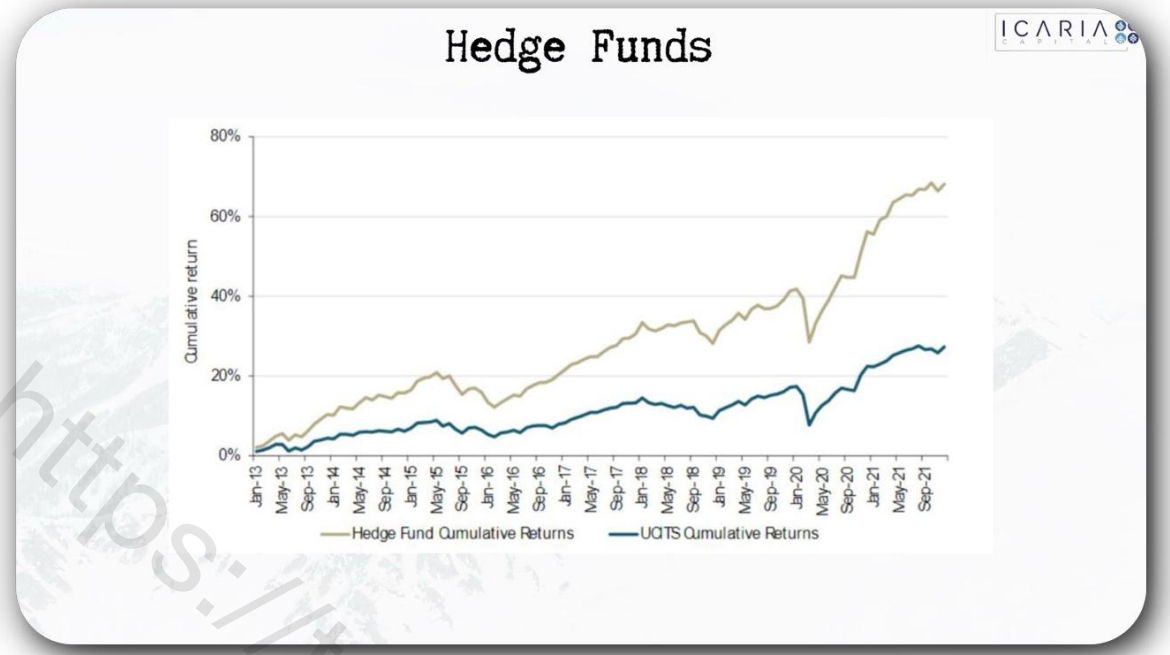
Represión financiera → tipos 0/–

Apalancamiento → menos leverage

Apalancamiento → menos leverage

Resultado: poca alfa, mucha beta

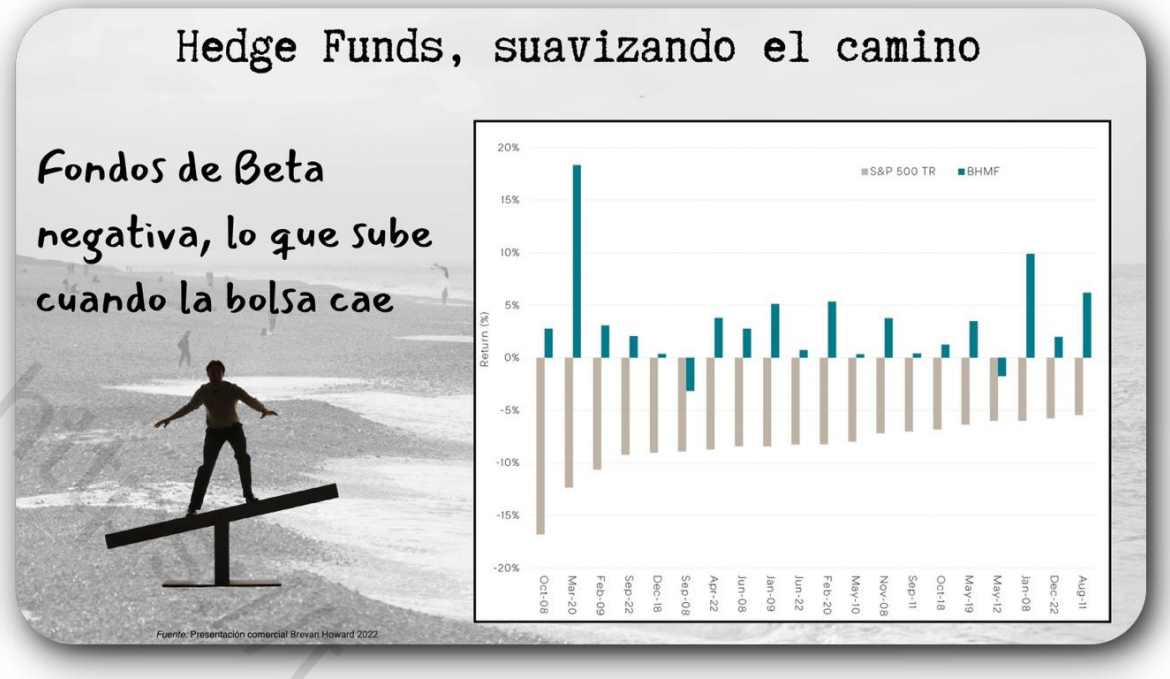
https://t.me/carteratrimonio



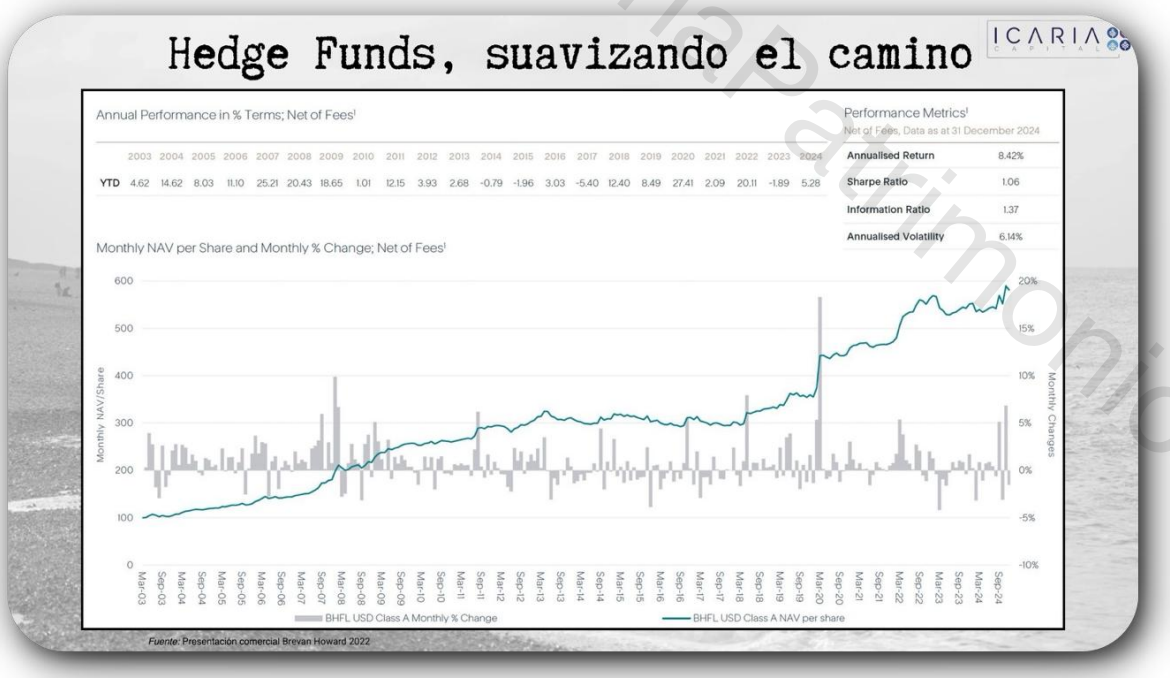
Para finalizar, Hedge-Funds. Son fondos de inversión que buscan que mientras que la renta variable cae, los Hedge-Fund suban. Nos vamos a centrar en la categoría de beta condicional, es lo que para mí es interesante.

No tiene ningún sentido invertir en fondos de Retorno Absoluto UCITS, que son los que se pueden contratar a través de cualquier banco, Porque si comparamos los retornos de los fondos UCITS de Retorno Absoluto, o Hedge-Funds similares no UCITS, la diferencia es enorme. Desde el año 2015 era una de las básicas de la inversión, no invertir en fondos de Retorno Absoluto UCITS. Porque la regulación es tan intensa en el mundo UCITS, que un un fondo de Retorno Absoluto no tiene apenas margen para hacerlo. Tal es así que Blackstone, su fondo partners, que es un Hedge-Fund de Retorno Absoluto, es un fondo gigantesco, lo sacó en formato UCITS y la diferencia en rentabilidad era del doble, no tenía ningún sentido.

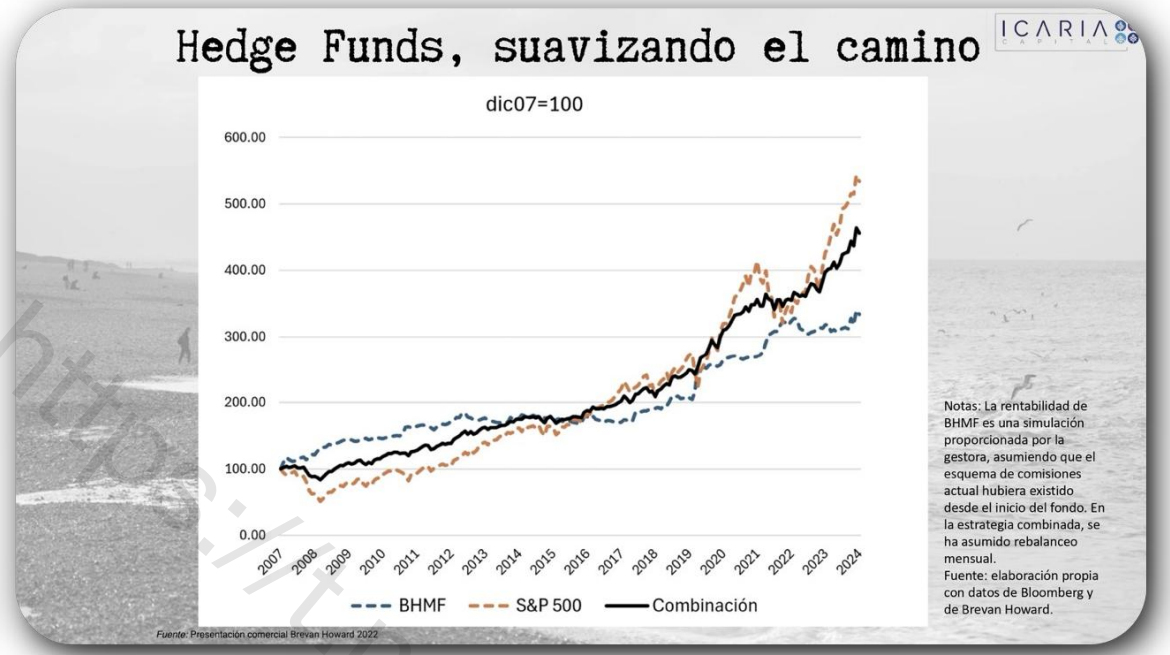
https://t.me/icariaPatrimonio



En cambio, uno de los mejores fondos que conozco, que es Brevan Howard, que es el que vemos aquí, en gris tenemos lo que hace el S&P500 en momentos de caídas de mercado, y en el otro color tenemos lo que hace Brevan Howard, que es precisamente lo que se busca. cuando la bolsa cae, que el fondo suba.



Aquí tenemos el track record. En el año 2008, Brevan Howard subió un 20%, mientras que el S&P500 cayó un 35%, Y, en el peor momento, que el S&P500 cayó un 55%, Brevan Howard subía cerca de un 50% en euros. Mitigando completamente la caída.



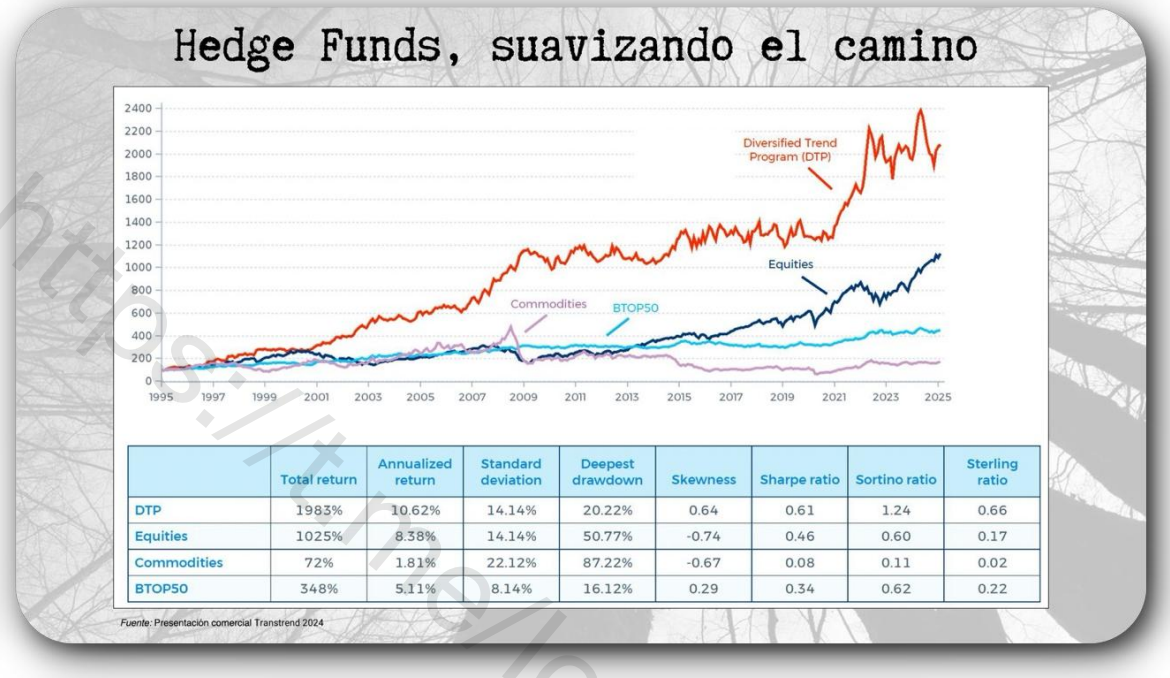
Imaginemos que tenemos una inversión que es 50% Brevan Howard y 50% SP500. Nuestra curva sería la negra, que nada tiene que ver con la curva de sólo el SP500. Es muchísimo menos volátil. Cuando vienen caídas, las caídas son mucho más contenidas.

Aquí tenemos otro de los mejores Hedge-Funds del mundo, que aunque el track record viene desde el año 2000, tiene Track record desde 1977, que es el fondo de Elliot, que solo tuvo desde el año 77 un año negativo, que fue de un -3%, y ha dado un rendimiento

https://t.me/icariapatrimonio

anualizado del 11,21%, contra un rendimiento del 4,52% en el mismo periodo del S&P500,

con sólo un año en pérdida. Y esto, evidentemente, en un fondo UCITS no lo vas a conseguir. Uno de los mejores fondos del mundo.



	Total return	Annualized return	Standard deviation	Deepest drawdown	Skewness	Sharpe ratio	Sortino ratio	Sterling ratio
DTP	1983%	10.62%	14.14%	20.22%	0.64	0.61	1.24	0.66
Equities	1025%	8.38%	14.14%	50.77%	-0.74	0.46	0.60	0.17
Commodities	72%	1.81%	22.12%	87.22%	-0.67	0.08	0.11	0.02
BTOP50	348%	5.11%	8.14%	16.12%	0.29	0.34	0.62	0.22

Fuente: Presentación comercial Transtrend 2024

Transtrend, que es una gestora de Retorno Absoluto holandesa, también histórico desde 1995, retorno anualizado del 10% contra el 8,38% del S&P500. Pero la parte importante es la beta negativa. Fijaos en el año 2008 lo que hace, mientras la renta variable se hunde. Pues sube fuertemente. Ese es básicamente el objetivo. No tanto la rentabilidad, que en estos casos pasa a un segundo plano, sino que cuando los activos de riesgo caen, esto suba. Esa es la clave.

https://t.me/lacalaPatrimonio

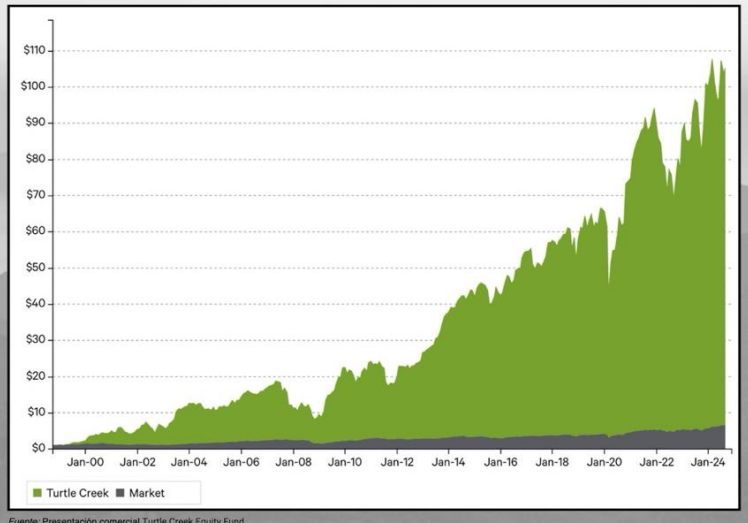
Renta Variable

Renta Variable, buscando lo extraordinario

Fondos de difícil acceso para el cliente retail, por mínimos o por ser de perfil institucional.

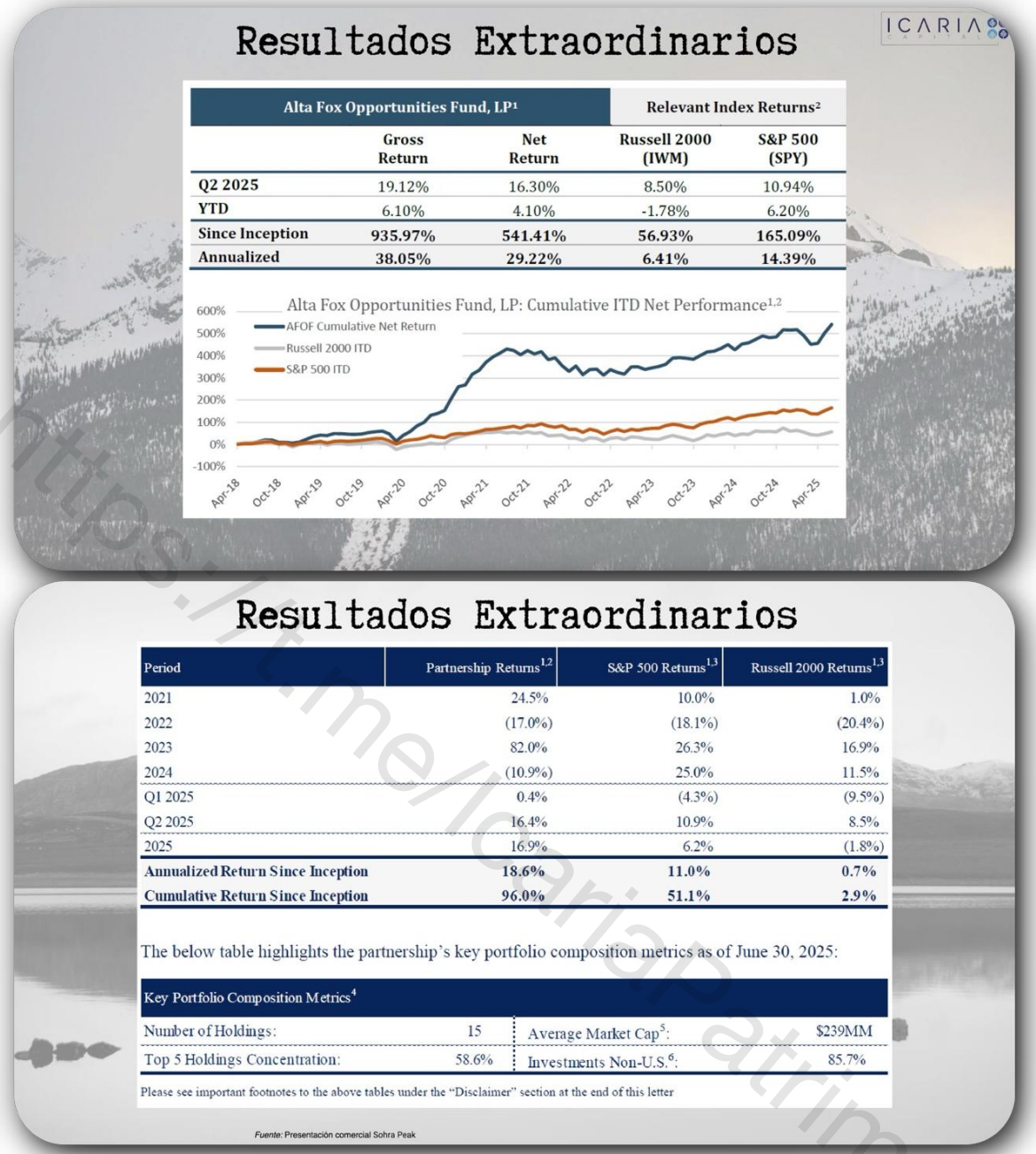
Por lo tanto, fondos, que en su mayoría, no podrías invertir en libre.

Resultados Extraordinarios



Fuente: Presentación comercial Turtle Creek Equity Fund

https://t.me/IcariaPatrimonio



La parte de renta variable la voy a pasar rápido. Os traía fondos que lo han hecho muy bien. Turtle Creek, Alta Fox, Sohra Peak… todos comparten que invierten en small caps y que no son UCITS, por lo que tienen más flexibilidad para invertir.

https://t.me/icariapatrimonio

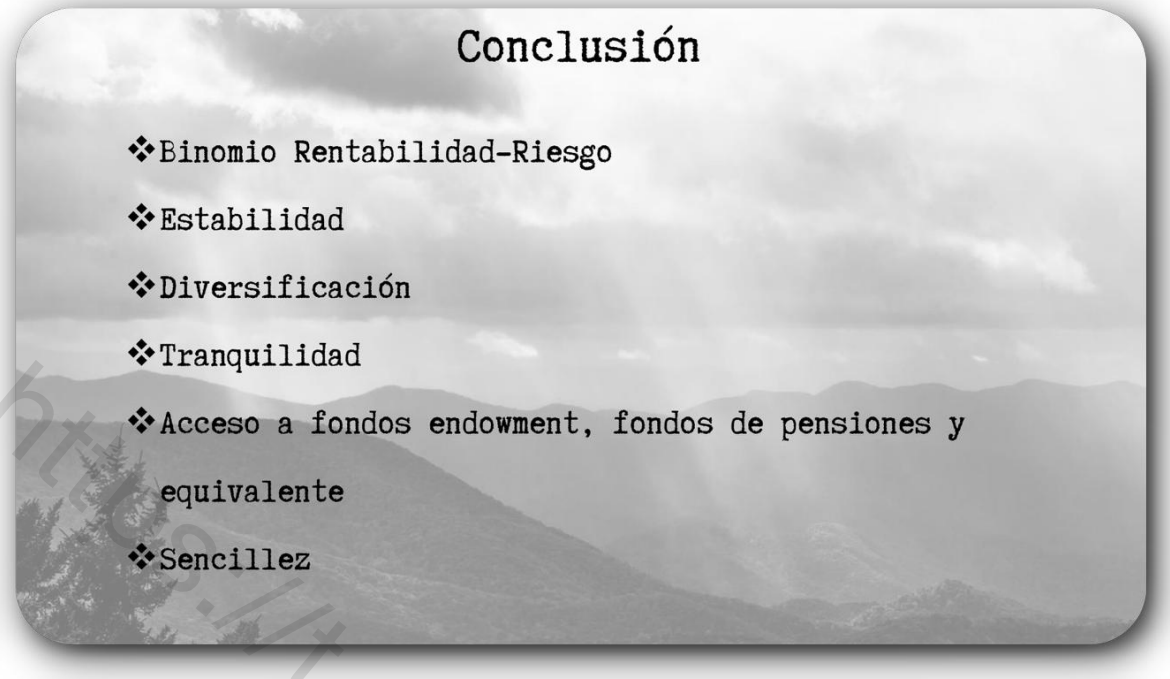
Salvo este, que sí que lo es, el fondo de Indépendance. Una de mis gestoras favoritas. Son franceses, e invirtiendo sólo en francia consiguieron desde el año 94 un 12,7% anualizado. Es una barbaridad.

Voss Capital, contra el S&P500.

https://t.me/IcariaPatrimonio

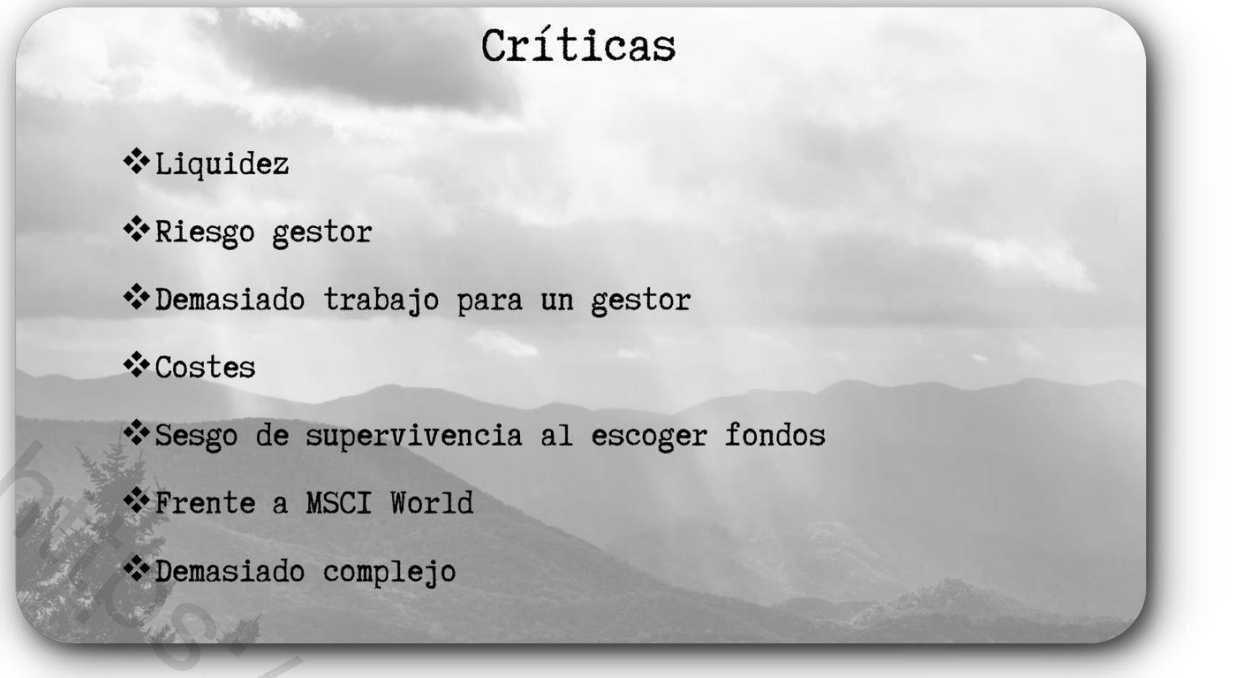
Este es Gator Financial Partners. Invierte sólo en financiero. Desde el año 2008, la línea negra es el S&P500.

https://t.me/IcariaPatrimonio



En conclusión; el modelo endowment es utilizar el sentido común para invertir en toda la tipología de activos que hemos visto. Mejora el binomio rentabilidad-riesgo, es decir, tienes un comportamiento menos volátil y más tranquilo a lo largo del tiempo. Al mismo tiempo, da una estabilidad mayor al patrimonio con una diversificación mayor. La realidad es que tienes una diversificación superior, que hace que cometas menos errores. Es un comportamiento muchísimo más plano. Es incluso más sencillo, porque si tienes una cartera realmente diversificada, te ciñes a tu plan, no te sales del guión y no estás haciendo movimientos. Es lo que hacen la mayor parte de los inversores y es donde se cometen los errores. La mayor parte de los inversores salen en el peor momento posible porque la parte emocional de la inversión es la más complicada.

https://t.me/LaCartaPatrimonio



Y por último, las críticas que se suelen hacer son; la iliquidez. En mi opinión, si inviertes en renta variable deberías de hacerlo un plazo de 5 o 10 años, si no estás dispuesto a invertir a trimestres vista no deberías invertir. Riesgo gestor, cuando diversificas en muchos vehículos, se mitiga totalmente y sobre todo si son casas de primer nivel.

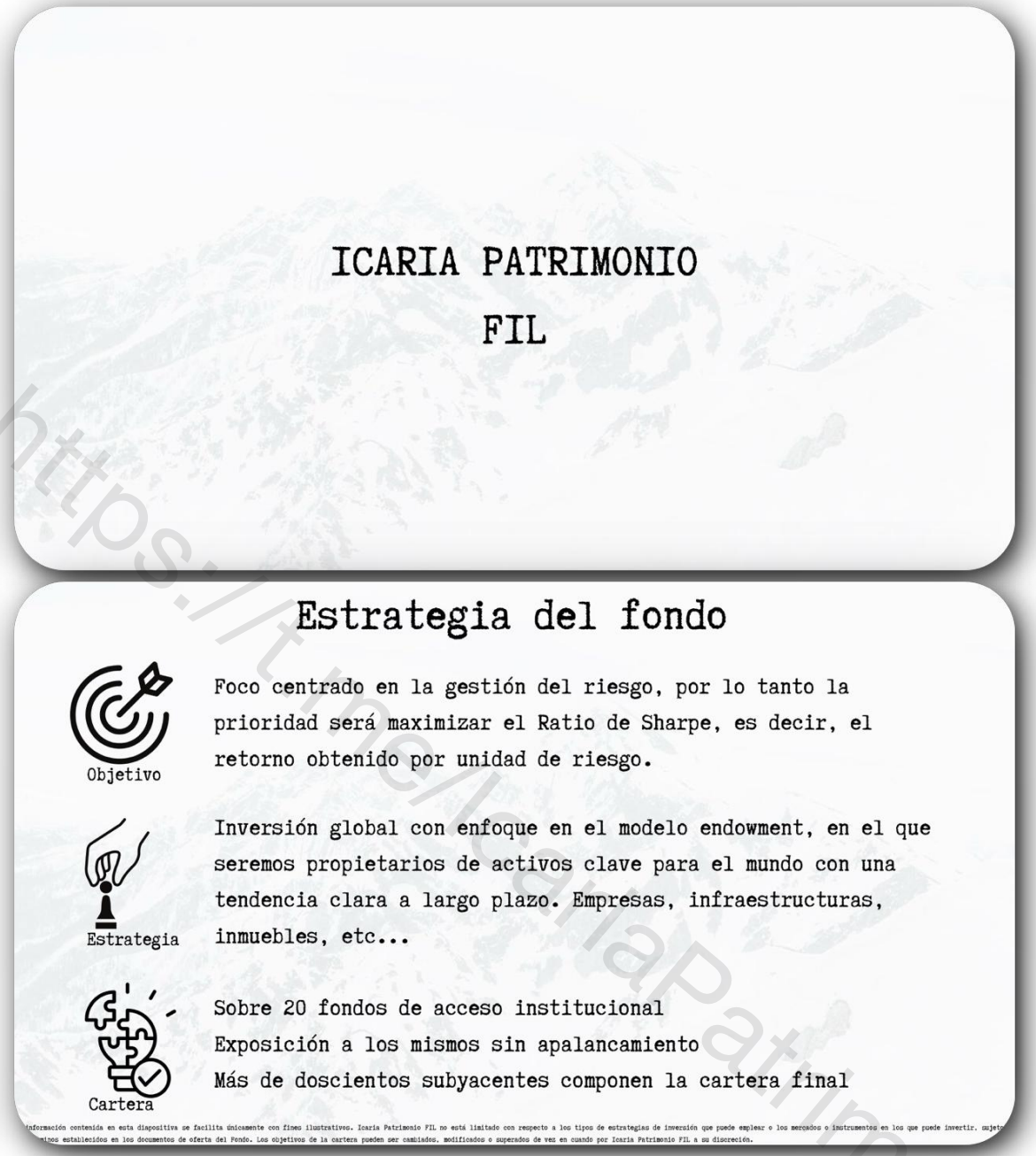
Los costes, se habla mucho de los costes y muchos de los fondos que hemos visto tienen costes incluso inferiores que los comparables en su categoría. Nosotros tenemos un fondo de Deuda Privada que tiene una comisión del 0,5% y hay fondos de renta fija con comisiones infinitamente superiores. Incluso fondos que buscan replicar a monetarios y te cobran más de un 0,5%.

Se puede hablar de que en estos fondos hay sesgo de supervivencia. En mi opinión no tiene lógica, cuando son gestoras de primer nivel, no es que estos fondos lo hayan hecho bien, sino que el agregado de sus fondos lo ha hecho bien, es un poco el razonamiento.

Tampoco consiste en batir al MSCI World, simplemente es tener un camino muchísimo más tranquilo con resultados parecidos. ¿Se puede batir al MSCI World? Sí, yendo hacia el lado menos conservador de lo que hemos visto, se puede batir, pero no vas a tener un comportamiento tan estable, que es lo que buscan los endowments, un camino tranquilo.

Y demasiado complejo; cuando lo razonas, como decía yo al principio, tierras, dinero y negocios, pues no dista tanto.

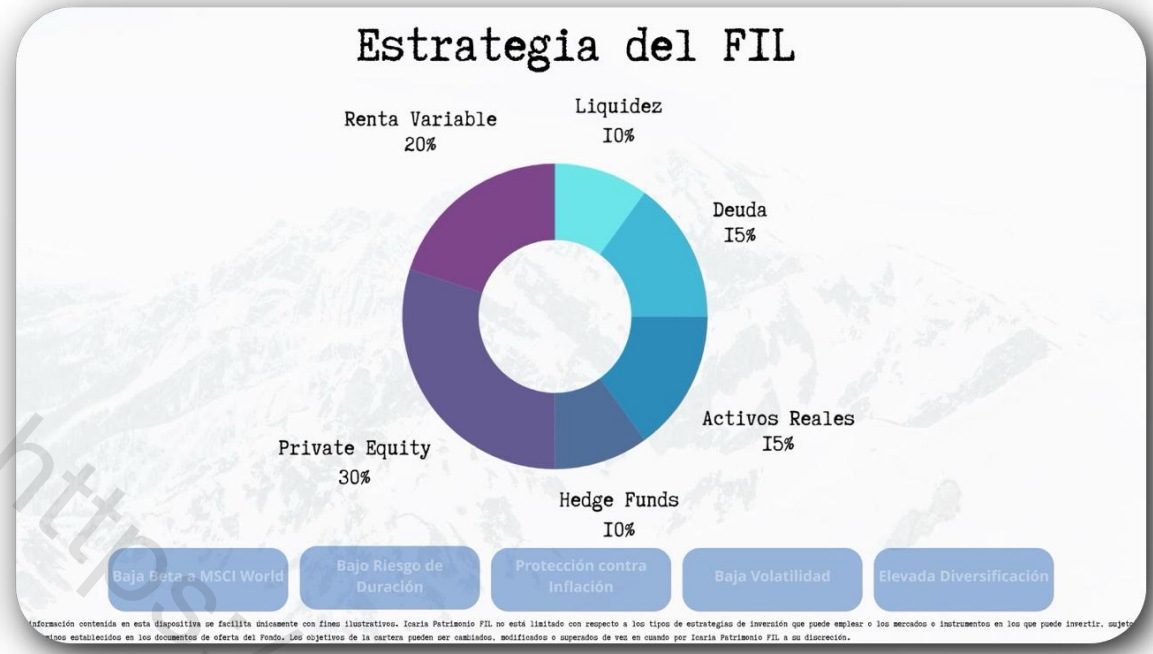
https://t.me/lacajapatrimonio



Y por último, el vehículo a través del que estamos haciendo todo esto desde hace unos tres meses, es Icaria Patrimonio FIL

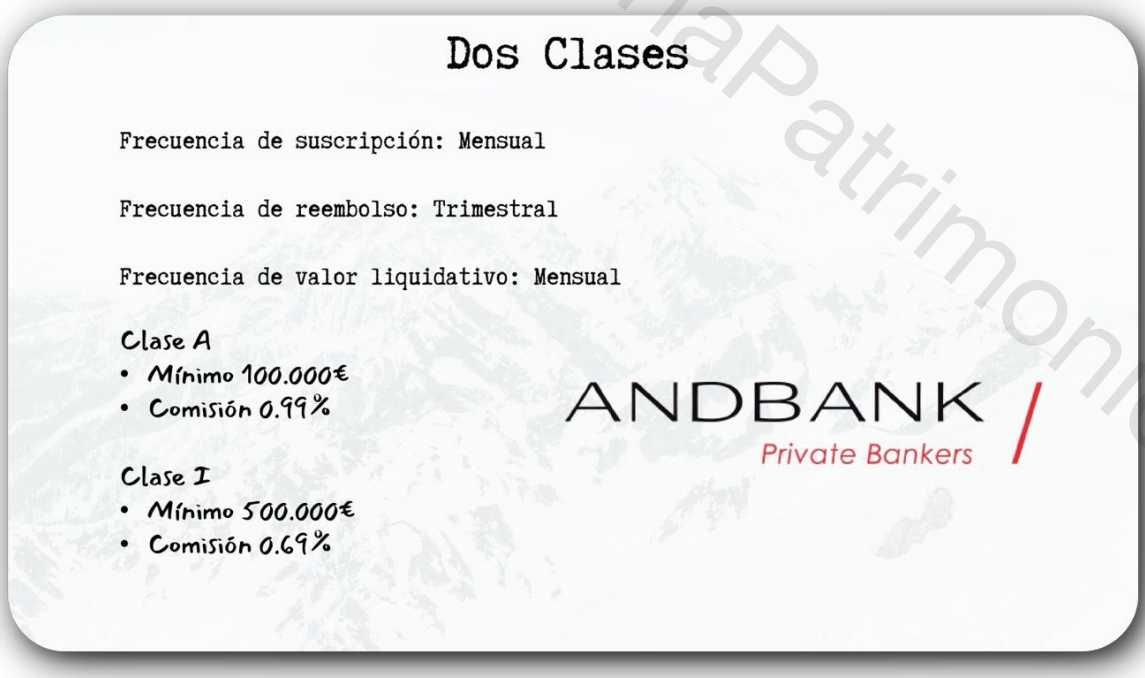
En esos tres meses, consiguió un 2,6% de rentabilidad, creo, porque salió el último liquidativo hoy, y tiene unos 17 millones de euros bajo gestión.

https://t.me/IcariaPatrimonio



Con este Asset Allocation. Entre un 10-15% en deuda, un 10-15% en activos reales, un 10-15% en Hedge-Funds, un 20-30% en Private Equity y un 20-30% en renta variable.

Es decir, todo lo que hemos visto agrupado en un único lugar, en este caso hay unos 23 fondos y miles de activos por debajo.

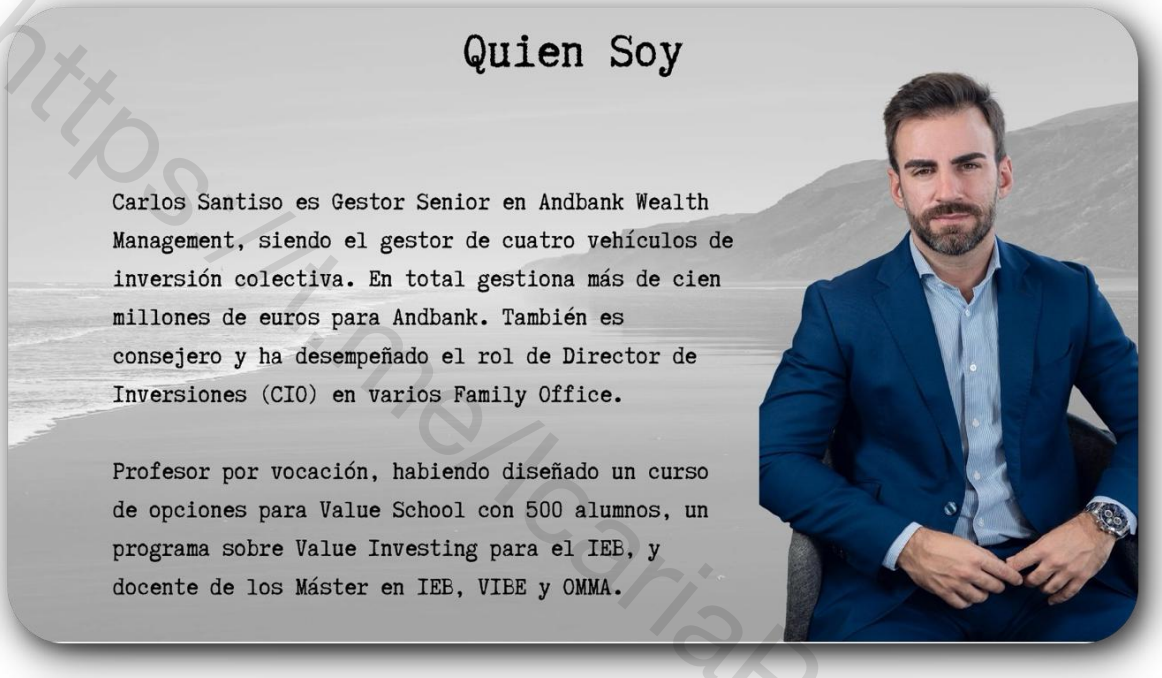


Con frecuencia de suscripción mensual, frecuencia de reembolso trimestral, valor liquidativo mensual y dos clases. La clase A y la clase I.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Las clases son elevadas, por la tipología de activo que es. Es más, todos los partícipes que tenemos en el fondo, los conozco, me he reunido con absolutamente todos, porque queremos que la gente que entre sea gente con vocación de largo plazo al 100%.

Solo está en un banco. No queremos que esté en ningún otro lugar, porque es la forma de reunirnos con todo aquel que entra.

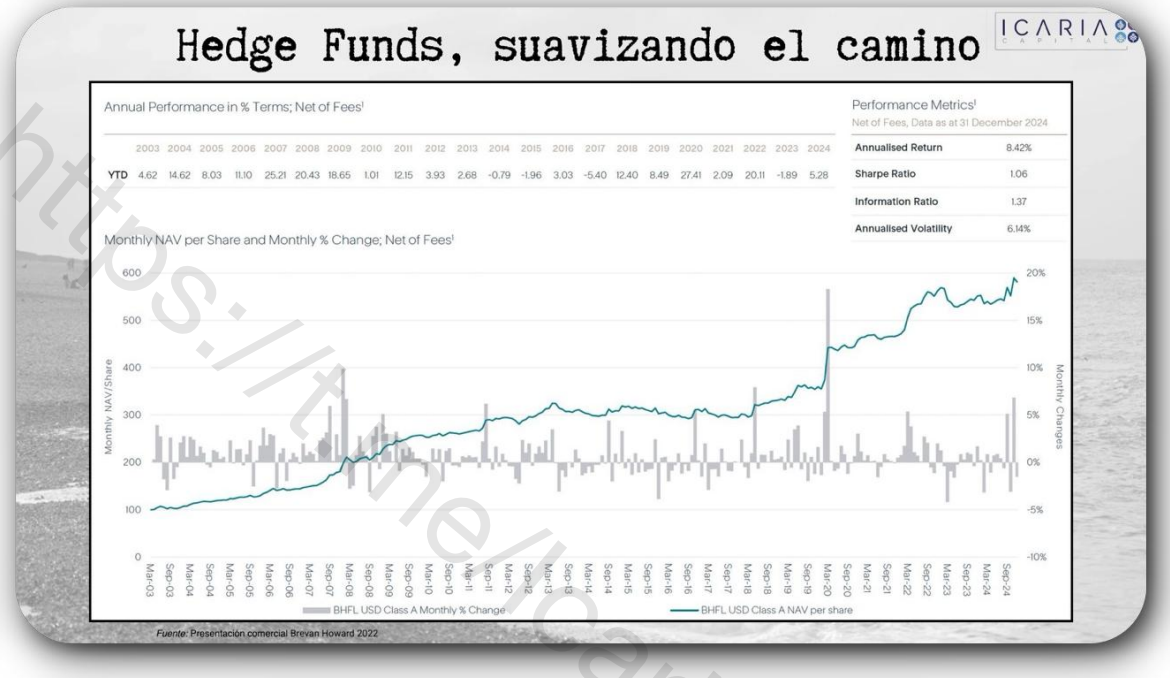


https://t.me/LeerlaPatrimonio

Preguntas de los asistentes

¿Por qué no invertir todo en esos Hedge-Fund que mencionas?

Es buena pregunta. La respuesta la voy a enseñar con el gráfico rápido los Hedge-Funds.



Los hedge-funds de Icaria Patrimonio son maravillosos, a mí me encantan. Pero como decía, el motivo principal tiene que ser que cuando los activos de riesgo caen, esto suba. Pero cuando los activos de riesgo suben, esto puede estar haciéndolo mal durante un periodo largo. Si os fijáis en la imagen, desde el año 2011 hasta el año 2017, una travesía por el desierto para luego en el año 2020 te pega un subidón y en el año 2022 que fue incluso un año más complicado en su vida, igual. Eso para mí es excepcional, porque porque el equivalente sería comprar una cobertura. Y comprar una cobertura tiene coste todos los años. Si compramos una cobertura todos los años estaríamos perdiendo dinero. Aquí tenemos un fondo que gana dinero, y que en los momentos que más lo necesitamos, suele responder muy bien. Esa es la clave. Yo no lo invertiría todo ahí porque pasar este periodo del año 2012 al 2017 plano mientras todo sube, psicológicamente es durísimo. Visto en el gráfico es muy sencillo, pero vivido es terrorífico.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Cuando se habla de la volatilidad del Private Equity, se omite que muchas veces los valores equitativos no existen, no hay una contrapartida entre muchas empresas que, si hubieran estado cotizadas, bajarían un montón. No se ve ese reflejado en el gráfico. Desde tu parte de gestión, ¿cómo valoras esto?

Nosotros en la parte de Private Equity no invertimos nada en fondos de Private Equity tradicionales, en los cerrados. Sólo invertimos en *evergreen.* Entonces, un *evergreen* como por ejemplo Partners Group que existe desde el año 2007, hace reembolsos trimestrales. Por lo tanto, para darte tu capital, las valoraciones tienen que realistas. En mi opinión hay mucho ruido injustificado. Yo lo vivo desde dentro, desde el Family-Office porque estamos participados por un Private Equity, y porque también llevo muchos años invertido en Private Equity y es bastante más racional de lo que es el mercado de renta variable. El fondo de Partners Group desde el año 2022, donde la macroeconomía en el mundo anda un poco renqueante, ha hecho un underperformance respecto al MSCI World brutal. Es totalmente racional y es lo que veo en los fondos que escojo. Es más, las *Due Diligence* que tienen que hacer los equipos que tienen que entrar dentro para valorar, etcétera, es muchísimo más complicado de lo que se vende. En un fondo como el de Partners Group que te tiene que reembolsar el capital en un periodo de tres meses, la valoración tiene que ser totalmente fina.

https://t.me/lapatrimonio

En estos Private Equity agregados, ¿estás incluyendo solamente aquellas empresas que están dentro de fondos Private Equity?

Sí, estoy incluyendo las valoraciones medias de todos los fondos de Private Equity de la muestra en activo

Está ocurriendo que los fondos de Private Equity cotizan a múltiplos que no deberían cotizar. Hay un factor ahí de sesgo del retail frente al institucional.

Ha habido mucha racionalización a partir del año 2022 en Private Equity. Antes del año 2022 las valoraciones estaban muy elevadas. De hecho la valoración que nos daban a la empresa de la que hablo era 20 veces EBITDA. Es una empresa en crecimiento, pero ahora no se valora esas 20 veces. Entonces entre la macroeconomía, que no ha sido la mejor, y que las expectativas de los que querían salir y los que querían comprar se han ido estrechando, ha llegado a estar ya en un punto que es bastante coherente. Pero antes del año 2022 no estaban ahí, las expectativas eran bastante más irracionales de lo que son ahora. Y en cambio, antes del año 2022 no escuchabas a nadie decir que Private Equity era una burbuja, cuando en aquel momento lo era bastante más de lo que es ahora.

¿A cuánto ascienden los costes de Icaria Patrimonio FIL, sin incluir la comisión de gestión?

Hay fondos de infraestructura que tenemos en cartera que son más baratos que fondos de renta variable, lo cual me parece excepcional porque estamos hablando de gestionar las infraestructuras. Hablamos del 1,4% anual. Hay fondos de Deuda Privada, tenemos un compromiso para entrar en uno que dentro de dos años el mínimo va a ser 100 millones para entrar y nos van a dejar entrar ahora, y la comisión va a ser de 0,8% anual, pero es un fondo con una expectativa de rentabilidad en torno al 8%, tiene un perfil de rentabilidad más elevado que el que comentaba antes del 0,5%. Y luego hay fondos como por ejemplo el de Brevan Howard. Los más caros son los de renta variable, ya lo digo ahora, esos son los más caros, contrariamente a lo que piensa la gente, que cataloga a todos mercados privados de la misma forma. Pero en la parte de Hedge-Funds, el más caro es Brevan Howard, con una estructura el 2/20. Es decir, un 2% de comisión de gestión y 20% sobre los resultados, es el más caro, pero luego por contra

https://t.me/IcariaPatrimonio

tienes muchos otros como los que decía antes. Todas las rentabilidades de las imágenes son netas de comisiones. La suerte que tenemos nosotros es que prácticamente todos los fondos en los que entramos, entramos en las Clases Institucionales. Este fondo de Brevan Howard, el mínimo de inversión es 10 millones y nosotros lo tenemos desde el primer día. Y en muchos otros también. Eso es porque nos permiten agrupar el capital que tiene invertido el Family-Office con el capital que invertimos para el fondo, que ahora mismo, pues como decía, son unos 17 millones. Así que estamos en las clases baratas.

¿Cuál es la rentabilidad y la volatilidad media esperada del fondo de cara al futuro?

Esperamos una volatilidad en torno al 5% o 6%, más o menos la misma que la de la Cartera Permanente. Y la renta variable, si comparamos con volatilidades mensuales, tiene una volatilidad entre el 11 y el 12% en el mismo periodo.

¿Cómo es posible recabar información adicional del fondo y quiénes son los gestores?

El gestor soy yo, Carlos Santiso. Se puede contratar a través de Andbank, que llevo muchos años trabajando con ellos. Ahora mismo tengo unos 150 millones bajo gestión y obviamente no estoy yo solo. Hay un equipo que me ayuda. Lo importante es que yo hago la *Due Diligence* y profundizo en todo lo que hemos visto, pero realmente quien invierte son las gestoras de los fondos que hemos visto. Es decir, que no es lo mismo que un vehículo de renta variable cuya evolución dependa al 100% del gestor, para bien y para mal. El riesgo gestor está mucho más mitigado, en mi opinión, porque es diversificar en muchas categorías que tienen baja relación entre sí.

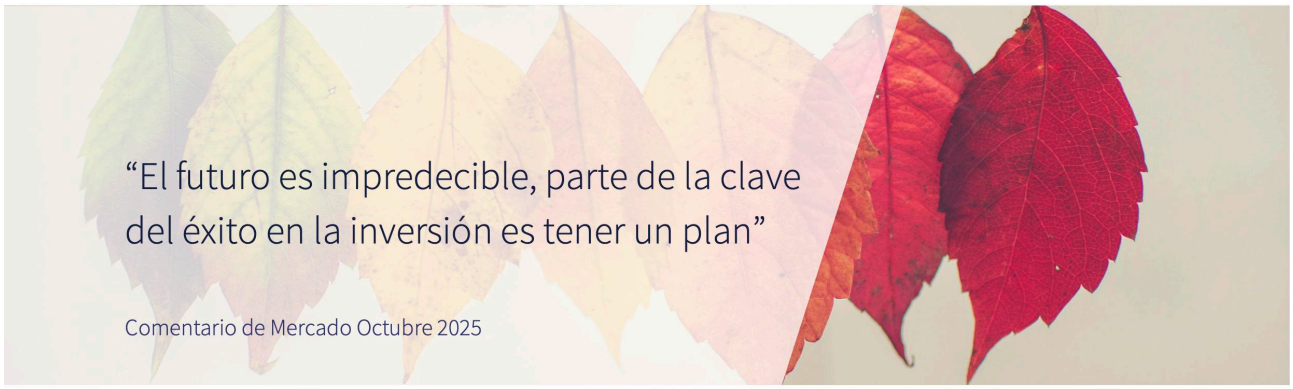
¿Sólo se puede contratar desde Andbank?

Eso es, como decía al principio, todos los partícipes que hay dentro del FIL los conozco. Es la forma de tener algo que no queremos vender como mayoritario, ni que inviertan miles de personas, como tenemos en MyInvestor Cartera Permanente, con más de 5.000.

No queremos eso en ningún caso. Es más, cuando el fondo alcance un volumen inferior al de los 100 millones, bastante por debajo, se cerrará. Porque no buscamos eso. Buscamos una base de inversores a largo plazo que prácticamente ni miren lo que pasa.

https://t.me/LegiaPatrimonio

Icaria Patrimonio, FIL
Carta mensual - septiembre 2025



“El futuro es impredecible, parte de la clave del éxito en la inversión es tener un plan”

Comentario de Mercado Octubre 2025

En septiembre avanzamos en la asignación de activos, con nuevas suscripciones formalizadas, acercándonos a nuestro objetivo de *asset allocation*.

	Septiembre 2025	Objetivo
Liquidez	10%	5-10%
Private Debt	12%	10-20%
Real Asset	13%	10-20%
Hedge Funds	12%	10-15%
Private Equity	25%	20-30%
Equity Cotizado	28%	20-30%

> *A cierre de septiembre el patrimonio es de aproximadamente 16 millones de euros*

Gracias a la rentabilidad conseguida en la cartera, y sobre todo a que más inversores depositan su confianza en la estrategia, a cierre de septiembre el patrimonio es de aproximadamente 16 millones de euros. Personalmente, estoy muy satisfecho con lo conseguido hasta ahora, y quiero expresar una vez más mi más sincero agradecimiento a todos los partícipes que hacen posible este proyecto.

MENCIÓN ESPECIAL PARA EL ORO

En lo que llevamos de 2025, el oro se ha comportado como el auténtico “outlier” del tablero macro. El precio ha superado por primera vez los 4.000 dólares por onza y, incluso después de una corrección reciente, sigue más de un 50% por encima de los niveles de principio de año, tras partir de la zona de 2.600 dólares.

Los análisis de casas como Amundi y distintos bancos de inversión coinciden en el diagnóstico: no estamos ante un simple *trade* táctico, sino ante un cambio estructural en la percepción que los inversores tienen del metal amarillo.

En primer lugar, una parte relevante del sistema monetario prefiere reducir su dependencia del dólar y de la deuda soberana de determinados emisores, especialmente después del congelamiento de reservas rusas y otras sanciones financieras que han puesto de manifiesto el riesgo político asociado a los activos en dólares.

> *La desconfianza en la divisa y la deuda del Estado es uno de los motores de la estrategia de Icaria Patrimonio, y es por eso por lo que, además de oro, la cartera tiene un fuerte sesgo hacia la economía real: empresas cotizadas, empresas no cotizadas, infraestructuras e inmobiliario*

> *La rentabilidad mensual fue un +1,18% para la clase A y un +1,21% para la clase I*

> *Las operaciones de repo están rentando un 1,9% anualizado, mientras que la cartera de pagarés rinde un 2,8% anualizado*

En paralelo, y más importante en mi opinión, estamos en un contexto de creciente deuda pública y déficits desbocados, sin que exista la voluntad política de reducirlos. Análisis de bancos como Morgan Stanley y del propio World Gold Council describen explícitamente el rally de 2025 como un "debasement trade", esto es, la compra de oro y otros activos reales para cubrirse frente a la posibilidad de que los bancos centrales claudiquen frente a las ambiciones de los gobiernos y toleren inflaciones altas durante demasiado tiempo. Ese escenario puede llevar a la pérdida de confianza en las monedas fiat, con consecuencias potencialmente catastróficas.

Precisamente, la desconfianza en la divisa y la deuda del Estado es uno de los motores de la estrategia de Icaria Patrimonio, y es por eso por lo que, además de oro, la cartera tiene un fuerte sesgo hacia la economía real: empresas cotizadas, empresas no cotizadas, infraestructuras e inmobiliario.

RENTABILIDAD EN SEPTIEMBRE 2025

Entramos ya a comentar el desempeño de Icaria Patrimonio en el mes de septiembre. Incorporando las comisiones, **la rentabilidad mensual fue un +1,18% para la clase A y un +1,21% para la clase I.**

Este resultado se explica sobre todo por el buen comportamiento del oro y del private equity durante el mes. La categoría de renta variable cotizada también tuvo un buen comportamiento, aunque con gran disparidad entre fondos. En el resto de categorías, la que peor lo hizo fue con una rentabilidad nula; es decir, no hubo pérdidas en ninguna de ellas.

Como aclaración, las rentabilidades se presentarán tanto en divisa local (reflejando el desempeño subyacente de cada categoría) como incluyendo el efecto divisa para un inversor en euros; si no se especifica el efecto divisa, eso quiere decir que todos los activos dentro de esa categoría están denominados en euros. La rentabilidad en euros es la que impacta en el FIL.

Como apunte final, dentro de cada categoría podemos mencionar el comportamiento de alguno o algunos activos, pero no de todos los incluidos, con el fin de proteger nuestro trabajo y propiedad intelectual.

Liquidez: +0,2% (+0,1% incluyendo efecto divisa)

Las operaciones de repo están rentando un 1,9% anualizado, mientras que la cartera de pagarés rinde un 2,8% anualizado.

El dólar cedió un 0,4% frente al euro en septiembre, pero nuestro saldo en dólares ya era mínimo desde el inicio de mes, por lo que su impacto fue prácticamente nulo.

Private Debt: +0,04%

Desempeño muy discreto de la categoría. A día de hoy, nuestra posición en deuda privada no tiene exposición, directa ni indirecta, a emisores de deuda norteamericanos.

En el cierre de septiembre, suscribimos en Horizon European Trade Finance, fondo que financia el comercio de materias primas no perecederas, y en un fondo de microfinanzas, que ya comentamos el mes pasado. Se trata de estrategias relativamente descorrelacionadas con respecto al mercado general de crédito y con una volatilidad muy baja.

El despegue de esta categoría se debe al oro, con un +11% de rentabilidad en el ETC que tenemos en cartera. A cierre de septiembre, el oro pesaba un 3% en el mix de activos

Real Assets: +3,4%

El despegue de esta categoría se debe al oro, con un +11% de rentabilidad en el ETC que tenemos en cartera. A cierre de septiembre, el oro pesaba un 3% en el mix de activos.

El resto de posiciones, ligadas a proyectos de infraestructuras, tuvieron un comportamiento mucho más moderado, en línea con lo que se espera de ellas, con un +1% en el mes.

Hedge Funds: +1,4% (+1,0% incluyendo efecto divisa)

Tras unos meses de resultados discretos o negativos, los hedge funds avanzaron un 1,4% en divisa local durante el mes de septiembre. Aunque es algo que celebramos, sabemos que este comportamiento no es representativo de lo que cabe esperar de estas estrategias en el largo plazo. El rol de los hedge funds de "beta condicional" es destacar positivamente cuando los activos de riesgo caen, no ser los motores principales de rentabilidad de la cartera.

A final de septiembre se formalizó la suscripción en Transtrend Multitrend, después de meses de papeleos y algún que otro rifirrafe administrativo. De este fondo neerlandés esperamos, además de que mantenga su trayectoria de rentabilidades excelentes en el largo plazo, que actúe como un buen complemento para los hedge funds denominados en dólares (como Brevan Howard); siendo el objetivo último de todos los fondos, como decía antes, generar retornos positivos cuando los mercados caen.

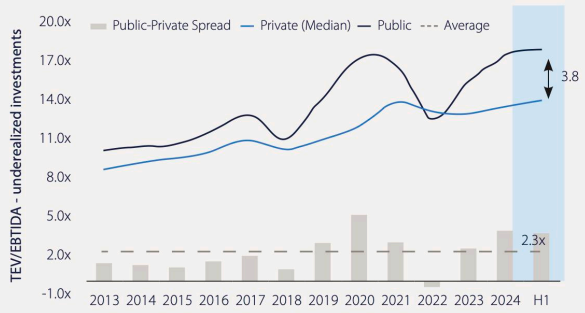
Buen comportamiento de todos los fondos de private equity, contribuyendo sustancialmente a la rentabilidad mensual de Icaria Patrimonio

Private Equity: +1,9% (+1,8% incluyendo efecto divisa)

Buen comportamiento de todos los fondos de private equity, contribuyendo sustancialmente a la rentabilidad mensual de Icaria Patrimonio.

Dado que el private equity no tiene acceso a cotizaciones de mercado a la hora de calcular las rentabilidades, es razonable sospechar que los modelos de valoración están convenientemente sesgados en favor de las gestoras, para dar un dato de volatilidad lo más bajo posible o para inflar la rentabilidad. Esto es algo que puede suceder, pero la experiencia nos dice que las valoraciones de las compañías privadas suelen ser más contenidas que los múltiplos que vemos en la bolsa, sobre todo en las big caps y sobre todo en años recientes. La realidad es que los múltiplos (precio de las compañías) a los que cotizan de media las empresas privadas participadas por private equity están en torno a 11x EBITDA mientras que su media histórica es 9x EBITDA. En cambio el S&P500 cotiza a uno de los múltiplos más caros de su historia. Si los medimos en relativo, el mercado de renta variable, cotiza un 65% sobre el precio relativo respecto a Private Equity.

Carrying multiples comparison – 2013-Q2 2025



Fuente: Stepstone Group.

Septiembre fue un buen mes para las bolsas, y también para los fondos de renta variable en los que Icaria Patrimonio está invertido

En cualquier caso, conviene tener presente que las gestoras de private equity no tienen plena discreción para valorar sus activos como quieran: existen estándares internacionales (los IPEV Guidelines) que los managers más reputados se preocupan de seguir diligentemente, además de que las valoraciones suelen realizarse por agentes externos.

Renta Variable cotizada: +1,0% (+0,8% incluyendo efecto divisa)

Septiembre fue un buen mes para las bolsas, y también para los fondos de renta variable en los que Icaria Patrimonio está invertido, aunque existe una elevada disparidad entre fondos. Esta disparidad, que implica que la correlación de nuestra cartera de renta variable con respecto a los grandes índices dista mucho de ser perfecta, es algo convenientemente incorporado en nuestros modelos de *asset allocation,* y nos parece que ofrece una mayor diversificación.

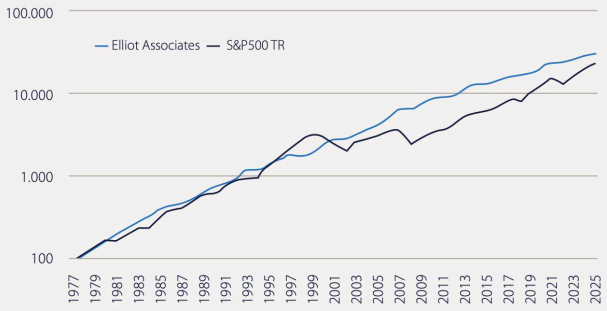
ACTIVOS ANALIZADOS

A continuación se ofrece una pequeña muestra del trabajo que hacemos para mejorar continuamente la composición de Icaria Patrimonio FIL. En esta sección comentamos algunos fondos analizados como potenciales candidatos, razonando por qué encajan en la cartera o por qué, según nuestro criterio, deberían ser rechazados.

Elliot International

Elliot Associates (o su versión para inversores no estadounidenses, Elliot International) es uno de los hedge funds más prestigiosos del mundo. Se fundó en 1977 y en los últimos 20 años ha conseguido un 11% anualizado (en dólares, neto de comisiones), con una correlación muy baja con respecto al S&P500 (0,4) y menos de la mitad de su volatilidad (5% anual). Son unas métricas espectaculares.

Datos anuales, escala logarítmica



Fuente: Elliot Hedge Fund

Elliot es un fondo de retorno absoluto cuyo objetivo es ofrecer una rentabilidad muy atractiva con una volatilidad muy inferior a la de la bolsa o a la de una cartera 60/40

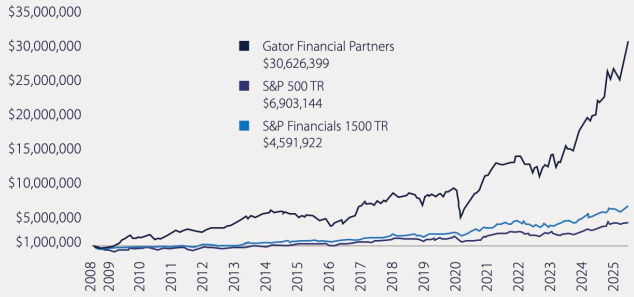
A diferencia de los hedge funds de beta condicional, que buscan hacerlo bien cuando los mercados caen y no tanto generar altas rentabilidades en el largo plazo, Elliot es un fondo de retorno absoluto cuyo objetivo es ofrecer una rentabilidad muy atractiva con una volatilidad muy inferior a la de la bolsa o a la de una cartera 60/40. No busca tanto complementarse con otros activos de riesgo la cartera como ofrecer una alternativa a los mismos.

Nuestro contacto con Elliot se inició hace ya tiempo, pero el fondo ha permanecido cerrado a nuevo capital. Hasta ahora, que planean abrir una nueva ventana de compromisos. Hablamos de compromiso y no de suscripción, ya que Elliot tiene la peculiaridad de que decide cuándo deben aportar el capital los inversores. Esto permite optimizar al máximo la estrategia, aunque evidentemente hace la operativa más compleja para el inversor, que no sabe de antemano cuándo tendrá que hacer los desembolsos. Nos parece un inconveniente perfectamente asumible a cambio de acceder a un fondo de primer nivel.

Gator Financial Partners

Fondo long-short de renta variable especializado en el sector financiero de EEUU. Gestionado por Dereck Pilecki, con más de 2 años en la industria financiera, el fondo existe desde 2008 y ha generado una rentabilidad anualizada (neta de comisiones) del 22%.

Growth of $1,000,000[1]



Performance is calculated net of fees and expenses.
[1] Fund figures include reinvestment of income. Indices are not available for direct investment.
Fuente: Gator Capital.

> *El fondo encaja bien en la cartera del FIL dado que nos permite aumentar la ponderación del sector financiero en la parte de renta variable cotizada*

El fondo encaja bien en la cartera del FIL dado que nos permite aumentar la ponderación del sector financiero en la parte de renta variable cotizada. Lo cierto es que el resto de fondos de la cartera, por su filosofía de inversión y la trayectoria de sus gestores, son poco proclives a invertir en empresas financieras. Así, con la incorporación de Gator mejoraríamos la diversificación sectorial, aunque no la geográfica, ya que el fondo invierte solamente en Norteamérica.

Respecto a la estructura del fondo, es un *partnership* con liquidez mensual al que se puede acceder con un mínimo de 250.000$. Un dato relevante es que es un fondo apalancado, en el que las posiciones cortas financian una mayor exposición a la parte larga de la cartera. Esto lo convierte en un fondo particularmente volátil, a la par que rentable. Como todos sabemos, el apalancamiento es un arma de doble filo, pero el track record del fondo refleja que el gestor ha sabido controlar los riesgos.

Como nota adicional sobre el gestor, otro factor que consideramos positivo es que lleva muchos años gestionando (por lo que existe un extenso track record), pero a la vez le quedan muchos años más de gestión, atendiendo a su edad. Es decir, salvo algún imprevisto no parece que el fondo vaya a cambiar de gestor durante, por lo menos, los próximos 10 años. Esto es algo relevante, tratándose de un fondo de autor.

Por último, mencionar también la composición de la base inversora del fondo, con un 51% en manos de los empleados de la gestora e inversores institucionales, que se presume que tienen un horizonte de largo plazo.

Hasta aquí nuestro comentario mensual de Icaria Patrimonio FIL relativo al mes de septiembre. Una vez más, agradecer a todos los partícipes la confianza depositada en este proyecto. Seguiremos trabajando con disciplina y transparencia.

El fondo Icaria PATRIMONIO FIL FI (ISIN ES0147415006) es un fondo inscrito en el registro de la CNMV con el número: 131 y con fecha de inscripción: 04/04/2025 en la categoría de Fondos de Inversión Global. Nivel de riesgo es 6/7 (siendo 7 riesgo muy alto). El Fondo está gestionado por Andbank Wealth Management SGIIC, S.A (Grupo Andbank). La entidad depositaria del fondo es Banco Inversis S.A. y la firma auditora del mismo es Capital Auditors and Consultants SL. El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de Icaria Capital Cartera Permanente FI. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral y trimestral, reglamento de gestión y CCAA). Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la página web de la gestora Andbank Wealth Management, SGIIC, S.A.U https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos/ y en la página web de la CNMV: https://www.cnmv.es La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en https://www.andbank.es.

Andbank Wealth Management, S.G.I.I.C., S.A.U. • CIF: A-78567153 • Calle Serrano, 37 - 1ª • Registro Mercantil de Madrid: Tomo 31.045, Folio 5, Sección 8ª, Hoja M-558.774 • Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV: nº 237

Comentario a cierre de septiembre

https://www.youtube.com/watch?v=AJBxM9cRTjU

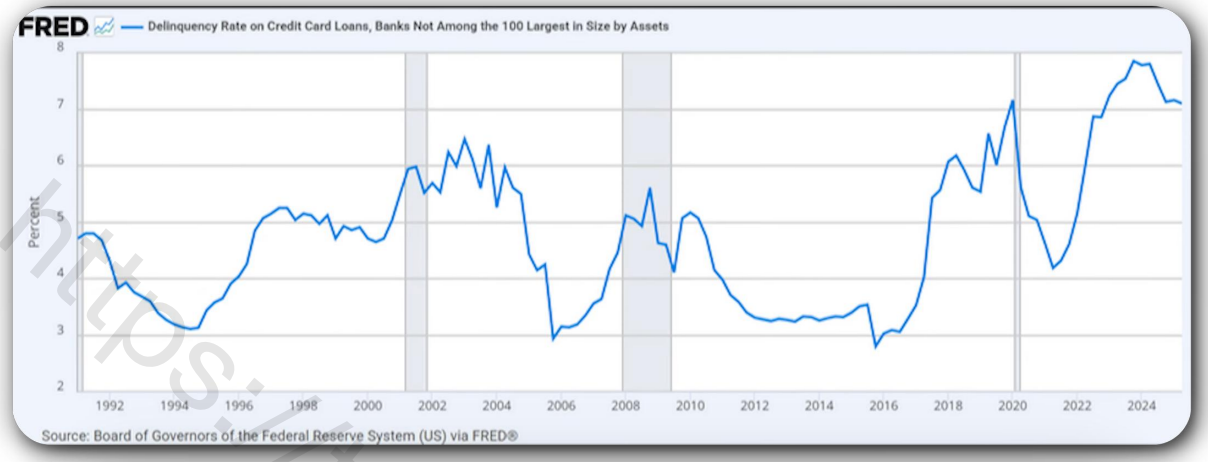
Lo primero, dar las gracias a los partícipes por la confianza. Es muy importante para nosotros, pues **estamos ya en 17 millones de euros**, para un proyecto que empezó hace 3-4 meses. Muy contentos y agradecidos por la confianza que han puesto muchas personas en la marcha y futuro de este proyecto.

Haremos primero un comentario sobre el escenario macro inicial, y posteriormente pasamos a hablar de Icaria Patrimonio FIL. La forma de medir el precio de un índice o de una empresa, la más conocida es el PER, precio sobre beneficios, podríamos decir que se encuentra en máximos históricos, o muy cerca de ellos. Es un hecho que el mercado cotiza muy caro, es algo indiscutible, lo cual no quiere decir que el mercado vaya a caer.

Una de las frases que en mi opinión encierra más sabiduría dentro de los mercados de renta variable es el mercado puede mantenerse irracional mucho más tiempo que el inversor solvente, más o menos era así la frase. Encierra muchísima sabiduría, por mucho que el mercado esté sobrevalorado, puede seguir subiendo un año, dos, tres, cuatro, es algo que puede suceder.

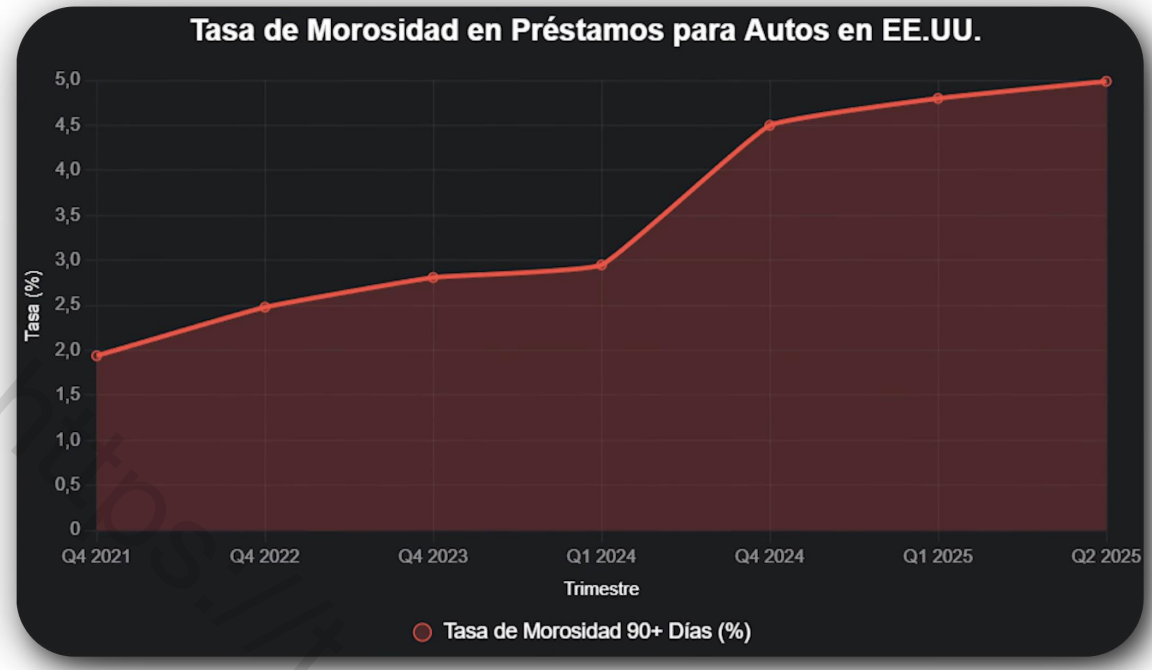
https://t.me/IcariaPatrimonio

La reflexión que queremos dejar es que el mercado está caro. El ciclo económico parece que arroja, cada vez más, señales de madurez, de estar próximo a su fin. Comentamos varias veces que la parte que hay que vigilar es crédito y mercado laboral. La parte más cíclica, que es la que empieza a sufrir antes, ya muestra signos de peligro.

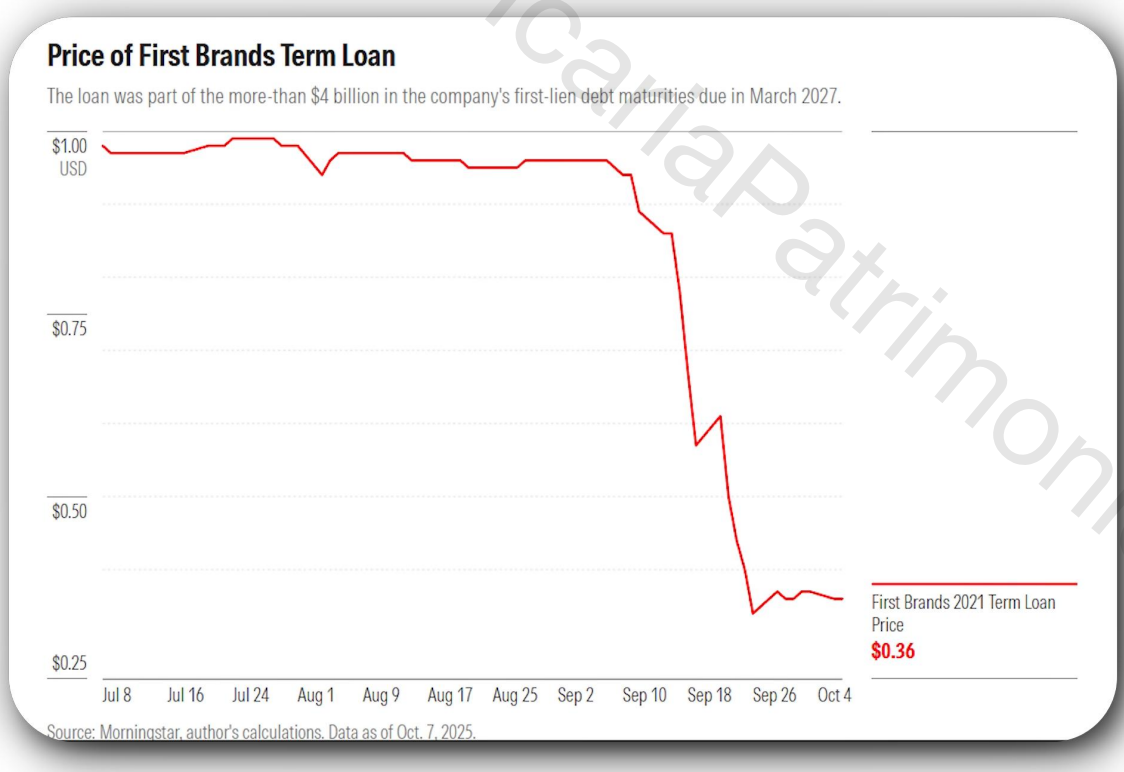


https://t.me/IcariaPatrimonio

Aquí podemos ver los impagos de las tarjetas de crédito, han subido con muchísima fuerza, están en máximos.



Los impagos de préstamos a vehículos de primera y segunda mano, que es una parte muy importante del ciclo económico, están en máximos.



De hecho, hemos visto la quiebra de First Brands y mucho ruido al respecto.

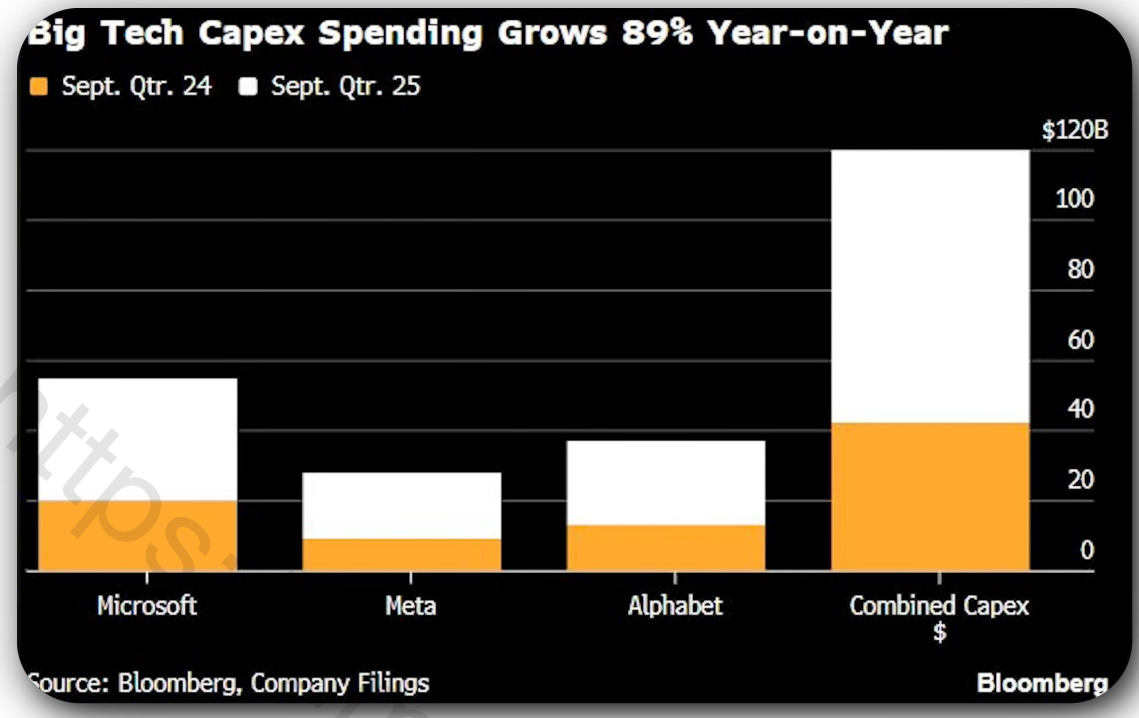
https://t.me/IcariaPatrimonio

Y si vemos una compañía como CarMax, que es de los players más grandes de venta de vehículos con préstamos en Estados Unidos, está en un drawdown del 70%.

Hay problemas en ese aspecto, y el mercado laboral lleva ya unos cuantos trimestres enfriándose. La situación es la que es. Como decíamos al principio, no significa que el mercado vaya a caer, pero sí que significa que el mercado está peligroso, cuanto menos. **La reflexión que podemos hacer con todos estos datos, es que hay que hacer los deberes y ajustar el perfil de riesgo a la situación actual.** Mi carrera profesional me ha enseñado que hacer Market-Timming es absolutamente imposible. Lo mejor siempre es amoldar la cartera al perfil de riesgo actual, que es como mínimo el de ser cauto y seguir invertido.

Veremos cómo evolucionan los siguientes trimestres.

Patrimonio



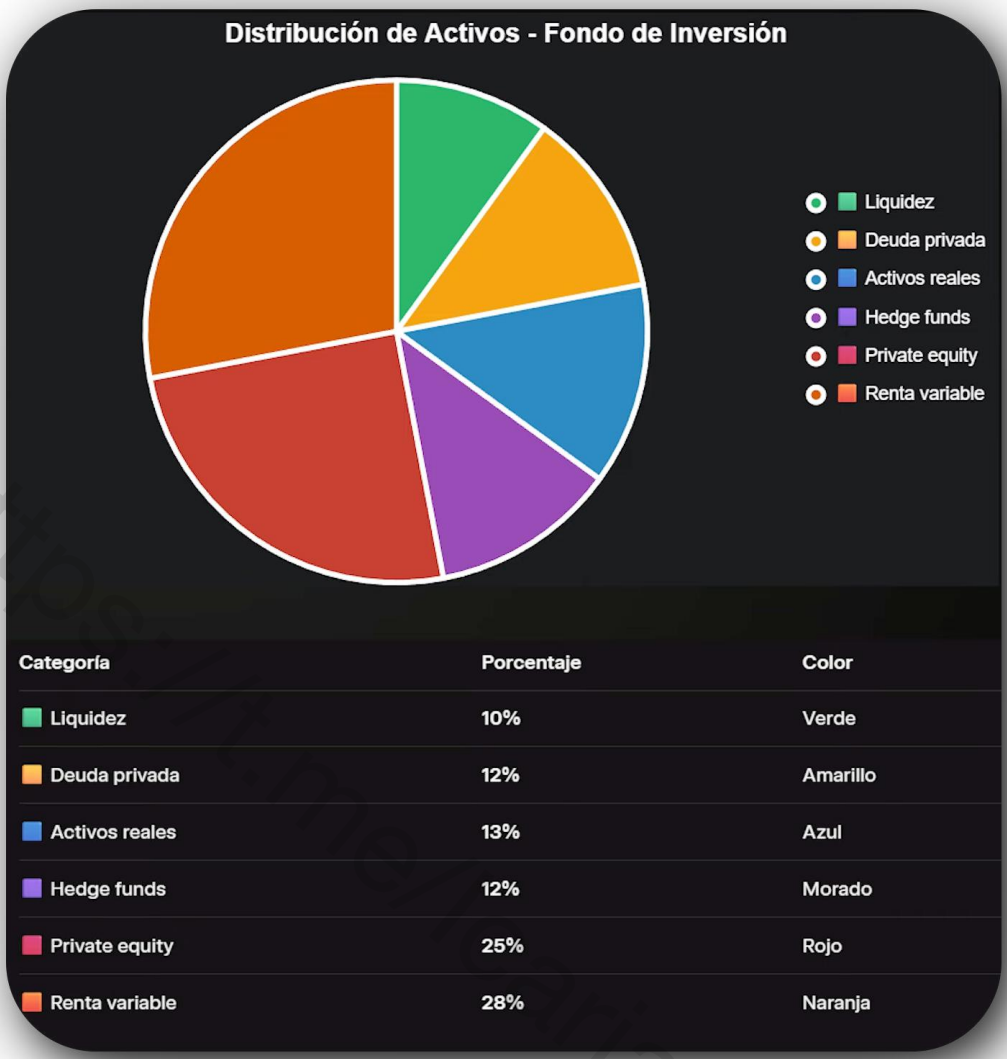
También está habiendo un boom con la inteligencia artificial, que sin duda es una revolución absoluta. Pero al igual que pasó en la crisis del año 2000, donde las compañías tecnológicas empezaron a invertir de forma totalmente desproporcionada, vemos los mismos síntomas ahora mismo, vemos que el CAPEX, es decir, las inversiones de las compañías tecnológicas, está disparado a niveles que no se han visto, básicamente, desde los años 2000.

Y es cierto que la inteligencia artificial es una revolución, pero también es cierto que cuando hay tanto boom con algo, las inversiones suelen pasarse de frenada. Ese es uno de los riesgos actuales, que gran parte de ese dinero no tenga el retorno que se espera.

Veremos.

Con esto dejamos un dibujo de la situación macroeconómica actual, breve pero bastante directo.

https://t.me/LeariaPatrimonio



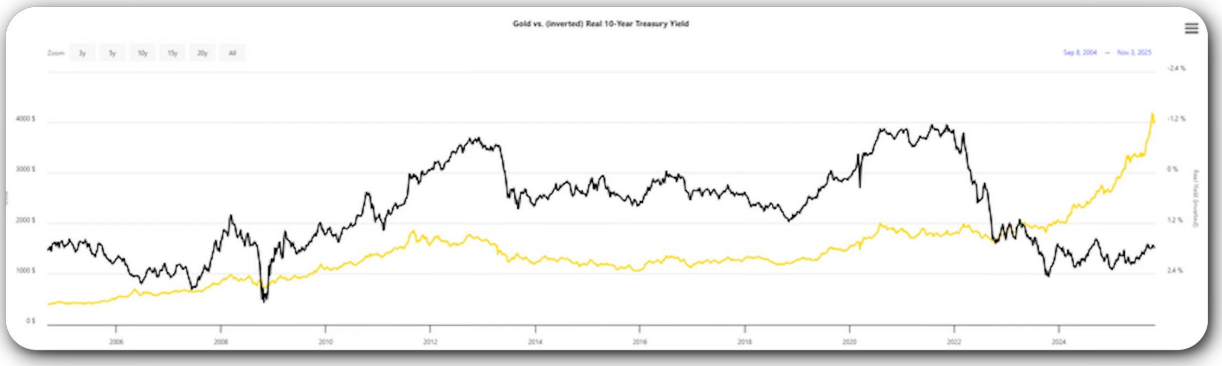
Categoría	Porcentaje	Color
Liquidez	10%	Verde
Deuda privada	12%	Amarillo
Activos reales	13%	Azul
Hedge funds	12%	Morado
Private equity	25%	Rojo
Renta variable	28%	Naranja

https://t.me/IcariaPatrimonio

Pasando al siguiente punto, **nos centramos ya en Icaria Patrimonio FIL**, y en su Asset Allocation a cierre de septiembre.

Actualmente, como podéis ver en la imagen, tenemos aproximadamente un 10% en liquidez, un 12% en Deuda Privada, un 13% en Activos Reales (engloba oro, infraestructuras no cotizadas y real estate no cotizado), un 12% en Hedge-Funds que buscan subir cuando la renta variable caiga, un 25% en Private Equity y un 28% en Renta Variable cotizada. En total, invertimos aproximadamente un 50% en activos líquidos y un 50% en mercados privados, combinando los activos que acabo de mencionar.

Estamos constantemente investigando nuevos fondos que incorporar, hablaremos al final sobre ellos.



Comentando ya algunos de los activos que entran dentro del Asset Allocation de Icaria Patrimonio FIL, tenemos el oro, que ocupa todos los titulares por la gran subida que ha tenido, ahora por la caída que está teniendo, así que vamos a comentar un poco sobre él. Que el oro suba como lo está haciendo con la renta variable en máximos, es algo llamativo. Más aún con los tipos reales haciéndose más positivos, que es algo que hace daño al oro.

El driver principal que ha movido al oro los últimos 20 años, que son los tipos reales, se ha desconectado un poco de lo que está haciendo, y vemos que sube independientemente de lo que hagan los tipos reales. Principalmente por lo que se llama Debasement Trade, que es que el dinero cada vez vale menos.

En los últimos 20 años ha habido una correlación muy alta entre el oro y los tipos reales, correlación inversa. Es decir, cuanto más altos han sido los tipos reales, más ha caído o ha dejado de subir el precio del oro. Yo lo interpreto como una política por parte de los inversores de fijarse mucho en el coste de oportunidad, de tener oro. Incluso con los tipos reales positivos ya veíamos al oro subiendo, pero sobre todo cuando eran negativos, se justificaba que el precio del oro subiera porque los inversores piensan que como está perdiendo capacidad de compra, va a comprar activos reales. Pero en mi opinión, esa foto de los 20 años no recogía lo que estamos viendo ahora.

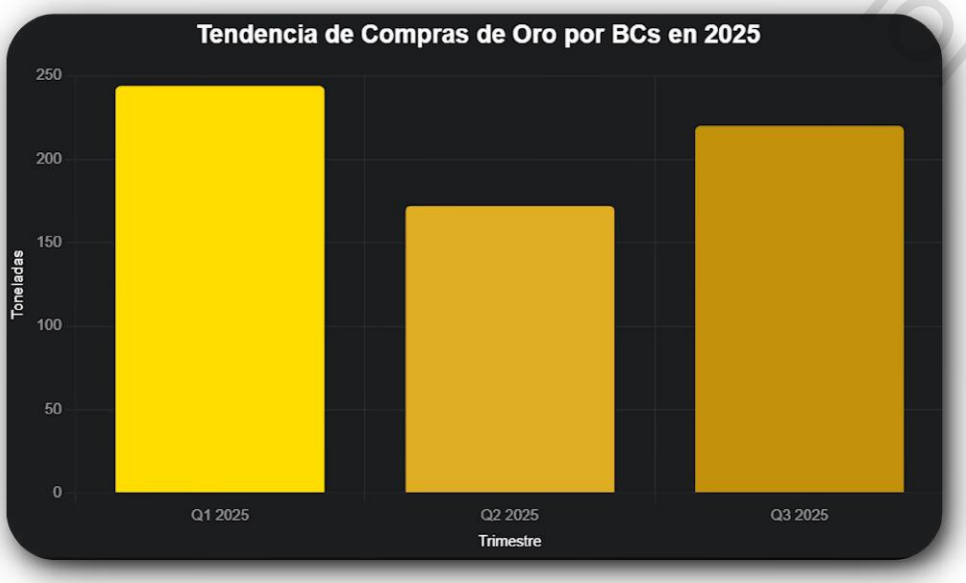
Había una preocupación porque el dinero perdiera valor, pero lo que estamos viendo ahora es que los inversores se están protegiendo ante un riesgo de cola. Es decir, no es que el dólar o las divisas puedan ir perdiendo valor paulatinamente, que lo hacen y todos lo sabemos. Sino que existe el riesgo de que haya una fuerte depreciación. Y eso además es algo que puede pasar de golpe, sin previo aviso. En un momento podemos ver al dólar sólido, representando un porcentaje alto de las reservas de los bancos centrales y de las carteras de los inversores, y que en cuestión de poco tiempo, una

https://t.me/IcariaPatrimonio

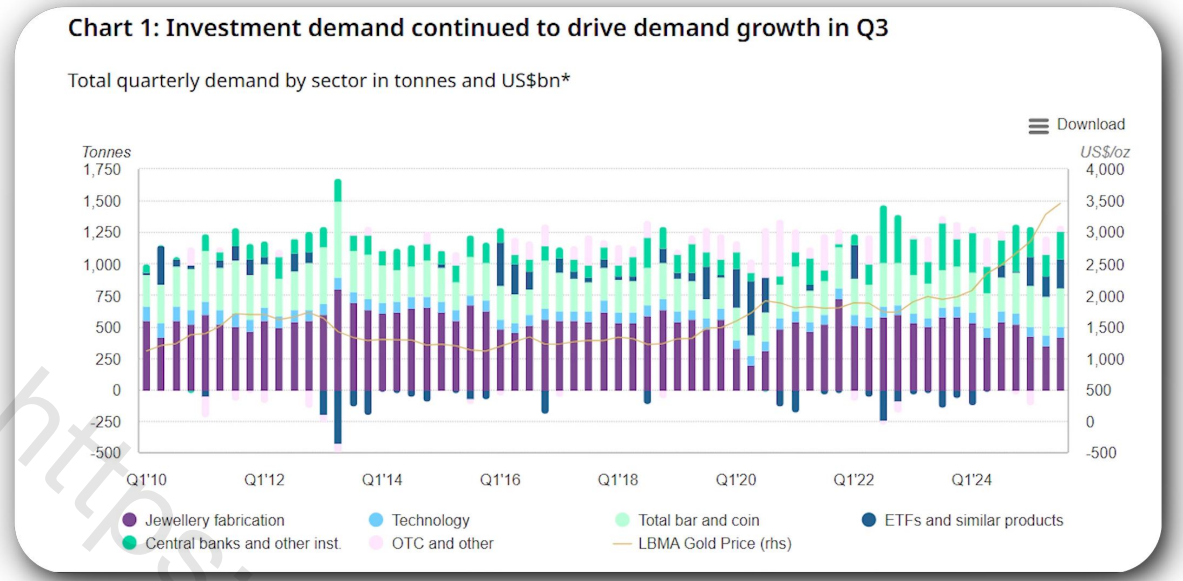
oleada de desconfianza se desate, llegue un efecto contagio y que ese estatus de divisa base y de divisa de reserva, se pierda.

¿Y qué es lo que justifica que cada vez más inversores piensen esto? El hecho de que la deuda pública esté en máximos en el mundo desarrollado y los déficits están disparados y no haya ninguna voluntad de corregirlos, ni en EEUU ni en Europa. Por tanto, alguien que vive este panorama, dice; "*estamos en territorio desconocido en lo que a deuda se refiere, llevamos así muchos años, podemos seguir así durante otros muchos años*". Pero es posible que llegue un momento en que los inversores digan, *hasta aquí*. La clave es la confianza. No es tanto el volumen de deuda o el déficit, es la confianza. Cuando los inversores empiecen a perder la confianza será cuando puede suceder que el valor de las divisas colapse. Y no será simplemente unas pérdidas en la cartera. Si el dólar cae como divisa de reserva, el sistema monetario entero se tambalea.

Por primera vez desde los años 70, empieza a sonar esa pérdida de confianza. Empieza a haber ruido de fondo sobre que el dinero cada vez tiene menos valor. Es una reflexión que empezamos a ver cada vez de forma más fuerte, derivado del COVID y sobre todo tras el año 2022 y las subidas fuertes de tipos, la pérdida de capacidad adquisitiva del ciudadano ha sido salvaje. La inflación, por ser una media ponderada, ni de lejos refleja la pérdida de poder adquisitivo que hemos sufrido y que vemos cada día. Los salarios apenas han subido y el valor de nuestra cesta a la compra y sobre todo el precio de los inmuebles, es inaccesible a día de hoy. Ha sido una subida espectacular. Y eso trae al centro de la conversación algo que no se había hablado desde hace décadas, que es la rápida pérdida del valor del dinero.



https://t.me/GaleEarmenio



Fruto de eso, los propios bancos centrales, que no se fían de sí mismos, atesoran oro. y el porcentaje del oro sobre reservas está cerca de triplicarse. Es sin duda algo preocupante, porque la crisis más peligrosa que hay es la crisis de deuda y la crisis de desconfianza. Es la crisis más dañina para los activos de riesgo, que caen con muchísima fuerza. Así que cuando vemos que los activos de riesgo cotizan a precios peligrosos, es también la reflexión de los bancos centrales atesorando oro y lo que encierra la subida del oro en un 50% este año.

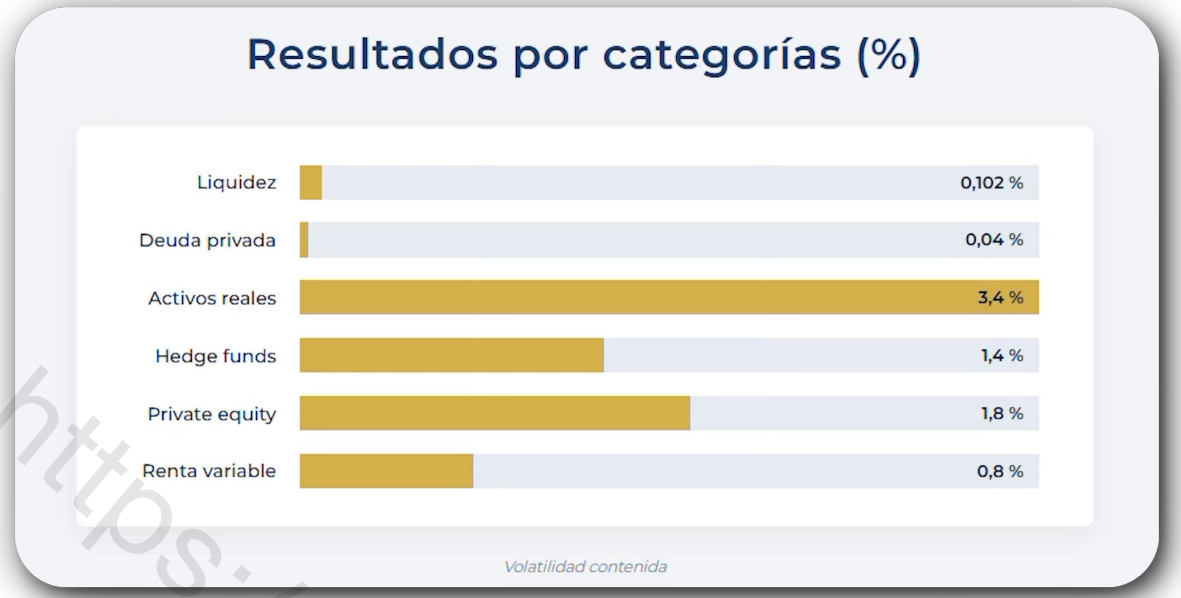
Un motivo adicional por el cual el precio del oro se ha desacoplado de los tipos reales, es que hemos visto que EEUU puede dejarte sin dinero, literalmente. El gobierno da una orden a la Reserva Federal, ésta lo hace a los bancos y si tú por ejemplo eres un empresario ruso que tiene dólares en un banco internacional, te puedes quedar sin ellos. Te congelan las reservas o te las confiscan directamente. Y algunos países, digamos no alineados, van atesorando oro y van, paulatinamente, dependiendo menos del dólar.

No es algo tan sencillo como coger y vender tus bonos en dólares. Tampoco es tan sencillo como tumbar el dólar, porque los propios bancos centrales extranjeros tienen dólares y bonos del Tesoro de Estados Unidos. Por ejemplo, China. China se puede poner un poco chula y vender unos cuantos Treasuries en el mercado y se tensiona tu curva de tipos. Eso es simplemente un toque de atención, pero no se va a poner agresivo porque sus propias reservas son los dólares. Lo que hace un país como China es acumular oro y fomentar el uso del yuan, paulatinamente, para que caigan más países.

https://t.me/LaCriaPatrimonio

Volviendo al tema que nos ocupa, Icaria Patrimonio FIL. Hablamos de su cierre a día 30 de septiembre, porque publica con un mes de decalaje. Ha tenido una rentabilidad en el mes de 1,21% en la clase I y 1,18% en la clase A. **comportamiento en base a lo esperado**. Es un fondo con un perfil de volatilidad muy contenido, en el que las rentabilidades mes a mes, estarán muy acotadas. Un fondo con un binomio sobresaliente en rentabilidad-riesgo. Vamos en línea con lo esperado estos meses, donde la liquidez del fondo está empezando a invertirse por completo, dejándola actualmente en un 10%, viniendo del 30% en meses anteriores. Como consecuencia, estamos muy cerca del punto donde queremos estar invertidos.

t.me/IcariaPatrimonio

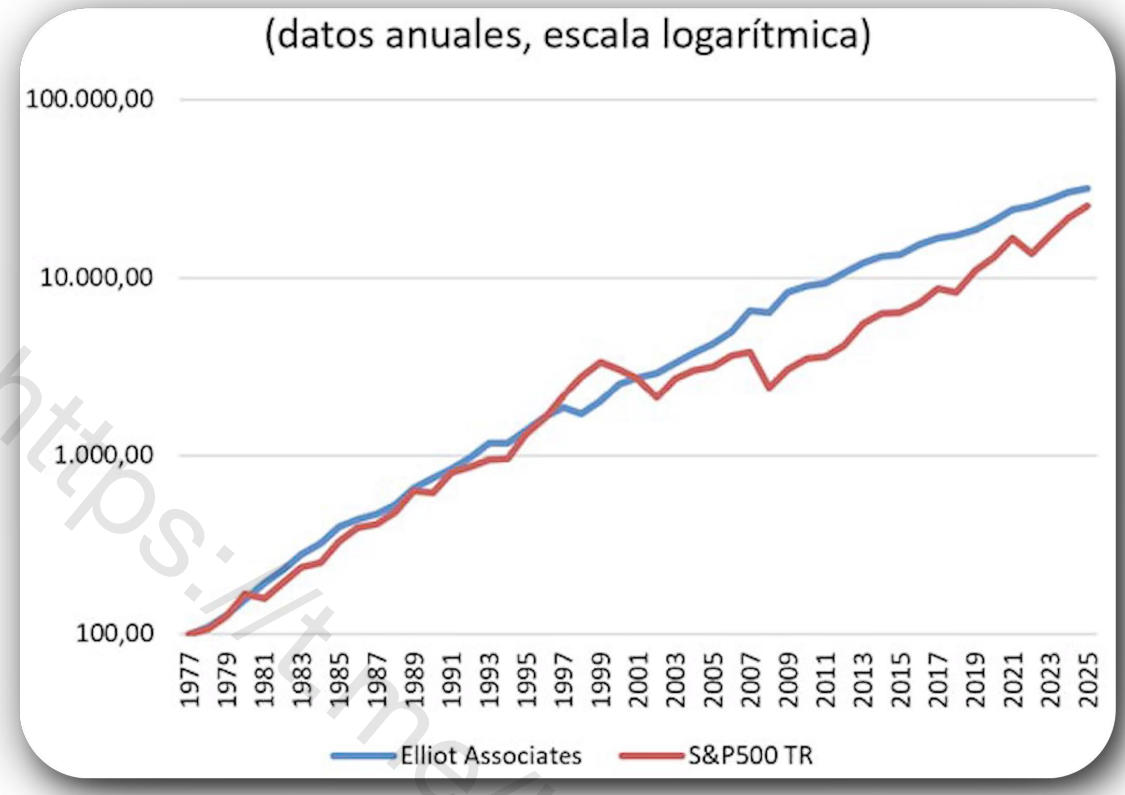


¿Cómo lo ha hecho **Icaria Patrimonio FIL** por categorías? La liquidez ha rentado en torno a un 0,1%, Deuda Privada ha rentado un 0,04%, Activos Reales ha rentado un 3,4%, Hedge-Funds un 1,4%, Private Equity un 1,8% y Renta Variable, que ha tenido un comportamiento muy dispar, en torno a un 0,8%.

Y el agregado de todo ello, es el resultado que hemos comentado antes, la rentabilidad mensual del fondo. Me gusta mucho leerlo por categorías, porque podemos ver el comportamiento tan dispar que tienen cada una de ellas. Al final, Hedge-Funds, Real Assets y Deuda Privada tienen una correlación muy baja, mientras que Renta Variable y Private Equity tiene una correlación algo más elevada.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Elliott - acceso con *due diligence* - ventana puntual



https://t.me/IcariaPatrimonio

Finalmente, comentamos dos nuevos fondos que estamos pensando incorporar a **Icaria Patrimonio FIL.** Uno de ellos es **Elliott Associates LP Fund**, el mejor Hedge-Fund que conozco, con track record desde 1977. Desde entonces, una **rentabilidad anualizada del 12% en dólares**. En euros habría sido más, porque el euro contra el dólar, desde que existe, se ha depreciado. Con **sólo dos años negativos desde 1977**, con -3% en 2008 y -7% en 1998. En el mismo periodo, la Renta Variable lo ha hecho mucho peor en rentabilidad, con un peor año en torno a un -36% de pérdida. Un fondo espectacular.

Nos han dicho que podremos entrar a final de año. Estamos trabajando todos los pequeños detalles junto con Compliance. A modo de información para el partícipe, el proceso para invertir en un fondo subyacente de Icaria Patrimonio FIL no es como invertir en un fondo tradicional. Fondos como Elliott son fondos cuyos partícipes son grandes endowments o fondos de pensiones gigantescos. Cuando les dices que vas a invertir, en este caso nosotros entraremos con unos 3 millones entre varios vehículos, no te aceptan el dinero sin más. Es un proceso que lleva meses, donde te hacen una Due-Diligence a ti como gestor, al banco como banco, incluso al depositario. Y si todo les encaja, te dejan invertir.

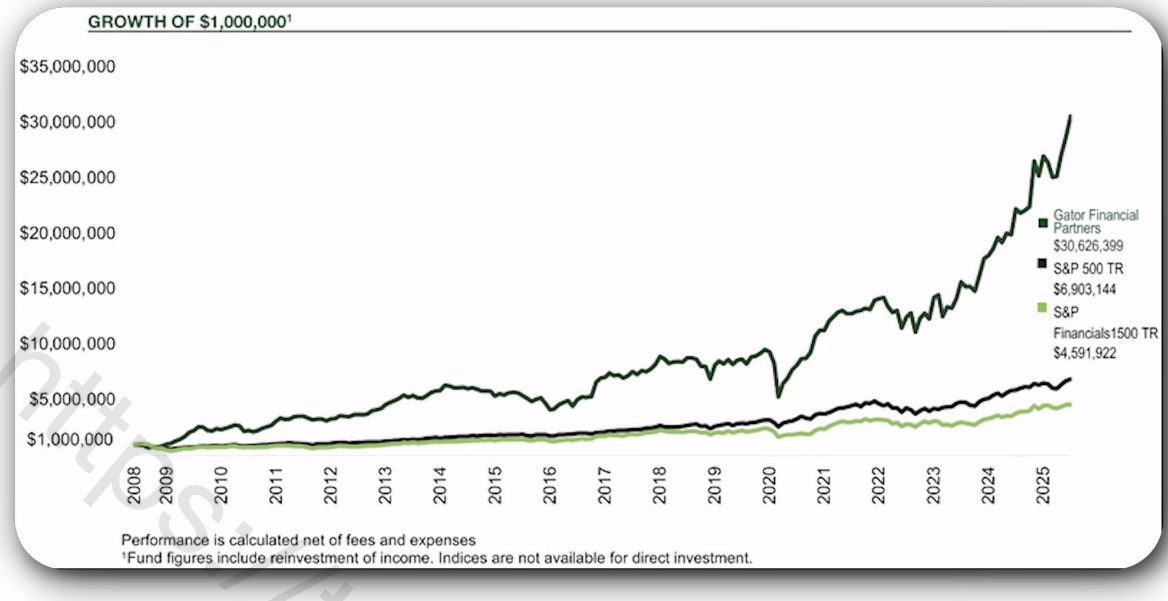
Este es el proceso habitual en este perfil de fondos. **Elliott, por ejemplo, lleva cerrado bastante tiempo, pero lo van a abrir temporalmente para algunos inversores, en el último trimestre del año**, ya que es un fondo que suele estar cerrado. Sobra decir el motivo, ¿no? Las espectaculares rentabilidades ajustadas a riesgo que comentaba al principio. Así que estamos muy contentos, esperando que finalmente todo se matice y podamos entrar, que parece bastante probable. Sin ninguna duda, un fondo extraordinario.

Queremos darle un peso importante dentro de Icaria Patrimonio FIL. Este fondo se diferencia de otros Hedge-Funds de los que hemos hablado, como Brevan Howard o Transtrend, en que el objetivo este fondo no es tanto tener un comportamiento inicialmente discreto para luego volar cuando la bolsa cae. **Este fondo quiere ser mejor que la bolsa. Quiere conseguir una rentabilidad similar a la de la bolsa con una volatilidad sustancialmente inferior. Y en líneas generales lo ha conseguido.** No está pensado para complementarse con la bolsa, sino para ofrecer una mejor alternativa, con un mejor perfil de rentabilidad/riesgo.

No busca subir cuando la bolsa cae, **es un fondo de retorno absoluto**, haciendo lo que indica el retorno absoluto. No se me ocurren ni tres fondos que vendan lo que dice el eslogan de retorno absoluto, que es muy bonito; conseguir rentabilidades positivas en cualquier entorno. La realidad es que nadie las consigue. Pues este es de los pocos fondos que sí lo consigue, lo cual tiene un mérito superlativo.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Gator - más beta - peso 2-3% en cartera (riesgo/posición)



https://t.me/IcariaPatrimonio

El otro fondo que estamos analizando para incorporar, es un fondo cuyas rentabilidades hablan por sí solas. Es el fondo **Gator Financial Partners**, que se especializa en el sector financiero. Nos encanta, porque no tenemos ningún fondo que invierta en el sector financiero en renta variable, por lo que es un buen complemento. **Ha pulverizado al S&P500 en un track record muy extenso, de forma tremendamente consistente.** Es, sin ninguna duda, un fondo sorprendente. Con mucha beta, también hay que decirlo. Es un fondo que cuando las cosas van bien, sube mucho más que la bolsa. Y cuando las cosas van mal, también caerá más. Es por eso que el peso que tendrá este fondo dentro de **Icaria Patrimonio FIL**, será en torno al 2-3%. No va a ser como el fondo de Elliott Associates, que va a tener un peso bastante más importante. Gator es un fondo con un retorno espectacular, pocas veces he visto un track record tan bestia como el de Gator.

Cabe señalar que **Gator es tan volátil porque usa apalancamiento.** Todos sabemos que el apalancamiento es un arma de doble filo. Afortunadamente, este fondo lleva gestionado por el mismo gestor desde 2008, con la misma estrategia. El track record nos da esa confianza, de saber que no es un pelotazo que ha dado en un momento dado el gestor. Ha sido algo consistente. Se pone corto de posiciones en el sector financiero de EEUU, y eso le permite incrementar su parte larga. En este caso, desde luego, el apalancamiento ha venido muy bien, porque le ha permitido disparar las rentabilidades.

Cuando analizamos este fondo, **nos gustó bastante el perfil del gestor.** Se llama Derek Pilecki y lleva toda su vida en la industria financiera de EEUU. Lanzó el fondo en 2008 y tiene un prolongadísimo track record, pero no es un señor muy mayor. Todavía le quedan muchos años de gestión, salvo que haya algún imprevisto. Eso es importante, porque tú te puedes meter en un fondo que tiene 40 años de track record excelente, pero si tiene 40 años de track record con mismo gestor, significa que ese gestor está a dos días de jubilarse. Y eso no es lo que quieres como inversor.

También señalar su base de inversores, que el 30% son *insiders*, que son los empleados o los gestores. Está el gestor junto con los analistas, que tienen el 30%. Y otro 21% son inversores institucionales. Y la otra mitad, son patrimonios altos, porque en Gator con menos de 250.000 dólares no puedes entrar. Muy top, un fondo muy top.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio, FIL
Carta mensual - octubre 2025

“El futuro es impredecible, parte de la clave del éxito en la inversión es tener un plan”

Comentario de Mercado Noviembre 2025

> *Tenemos un año de consolidación, donde la actividad de Private Equity vuelve a reactivarse con dos años de crecimiento*

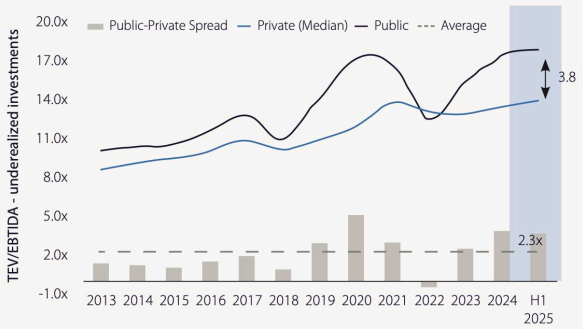
Iniciamos el comentario mensual de octubre de Icaria Patrimonio haciendo un repaso de la situación en los mercados privados.

Tenemos un año de consolidación, donde la actividad de Private Equity, tras años de ralentización, vuelve a reactivarse con dos años de crecimiento. Esta ralentización, como he comentado en cartas y artículos previos, es lógica. La economía tras 2022 ha tenido un impacto importante, y es por ello, que Private Equity un perfil de activo muy ligado a economía real, ha sentido el impacto de este impacto y de la subida de tipos de interés.

Esta ralentización en mi opinión ha sido sana, y ha permitido que los múltiplos que se pagaban en mercados privados volviesen a niveles coherentes, cercanos a su media histórica. Digamos que ha sido un periodo de normalización.

Esto no ha sucedido en las bolsas, las cuales han seguido expandiendo sus múltiplos, llevándonos a un momento donde cotizan un 65% por encima de la media histórica con respecto a Private Equity.

Carrying multiples comparison – 2013-Q2 2025



Fuente: Stepstone Private equity discipline in uncertain conditions.

> *Evalor de las operaciones de Private Equity se disparó un 25,2% respecto al trimestre anterior*

> *En este tablero de juego reactivado, la gran protagonista ha sido la fusión entre la infraestructura y la tecnología*

> *Los datos son contundentes: el valor de las salidas en Europa rebotó un impresionante 80,4% en el tercer trimestre*

El dibujo actual por lo tanto nos deja un mercado más sano, cotizando en torno a 11 veces EBITDA, cuando su media está en el entorno de las 9.5 veces EBITDA (dependiendo de la categoría).

Gran parte de este cambio de ritmo se debe a la claridad política surgida tras las elecciones en Estados Unidos; la victoria de Donald Trump actuó como un disparo de salida para el apetito por el riesgo del mercado, despejando la niebla regulatoria y prometiendo un entorno fiscal más amable. Sin embargo, no todo es euforia, ya que los inversores son conscientes de que la inflación y los tipos de interés seguirán siendo compañeros de viaje incómodos, obligando a buscar valor en activos reales que protejan en un entorno como el actual.

Este nuevo ímpetu no es una sensación aislada; los datos confirman que el motor ya estaba calentándose en el tercer trimestre, especialmente en Europa, donde el valor de las operaciones de *Private Equity* se disparó un **25,2%** respecto al trimestre anterior, marcando el periodo más fuerte desde mediados de 2024. Lo más llamativo es que no hablamos de pequeñas operaciones, sino del regreso de los "megadeals", que ya representan un tercio de todo el valor transaccionado en lo que va de año. Un ejemplo perfecto de esta tendencia titánica fue la adquisición de **Pension Insurance Corporation (PIC)** por parte de **Apollo** (a través de Athene) por unos 6.700 millones de euros, una jugada maestra para asegurar capital permanente a largo plazo. Curiosamente, son los inversores estadounidenses los que están liderando el baile en el viejo continente, protagonizando las seis transacciones más grandes del trimestre.

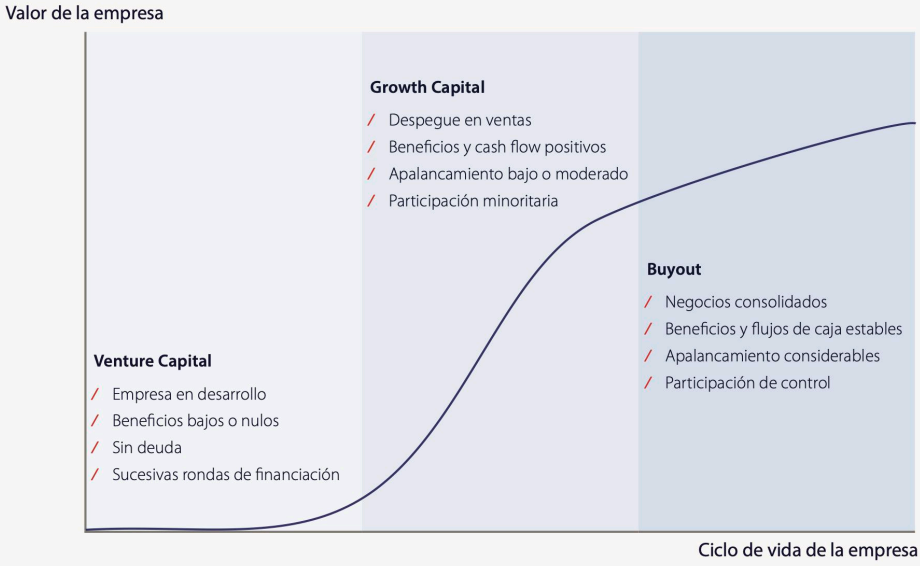
En este tablero de juego reactivado, la gran protagonista ha sido la fusión entre la infraestructura y la tecnología. La inteligencia artificial ha dejado de ser una promesa abstracta para convertirse en un motor voraz que exige "comida" en forma de energía y hormigón. Esto se refleja en la inversión en Data Centres y lo podemos ver en los indicadores, donde el barómetro de Infraestructura marca la lectura más alta de todas las clases de activos, señalando un entorno de retornos sólido y estable. El mejor ejemplo de esta voracidad lo dio Blackstone con su inversión de más de 25.000 millones de dólares en Pensilvania para centros de datos. Pero lo fascinante no es solo el dato digital, sino la energía física: Blackstone también compró una planta de energía por casi 1.000 millones para asegurarse de que no le falten electrones a sus chips, ilustrando la nueva realidad del *"Energy-Data Nexus"*.

Mientras el hormigón y los cables acaparaban titulares, el mundo del *Private Equity* celebraba el fin de su particular invierno en las salidas (exits). Los datos son contundentes: el valor de las salidas en Europa rebotó un impresionante **80,4%** en el tercer trimestre, con el Reino Unido liderando esta recuperación. Aunque las salidas a bolsa siguen siendo escasas, los gestores están encontrando liquidez a través de ventas a otros fondos y, sobre todo, mediante el mercado secundario.

Carrying multiples comparison – 2013-Q2 2025

Fuente: Pitchbook Q3.

La venta a otros fondos es algo normal, las compañías tienen un ciclo de vida largo, a través del cual experimentan diferentes fases que se pueden identificar en este gráfico:



Fuente: Creación propia.

En el gráfico podemos ver algo que es puro sentido común, una empresa no llega a cotizar en bolsa en periodos de 5 años (que es el periodo medio de tenencia de un fondo de Private Equity) si no que pasa por diferentes fases antes de llegar al tamaño y madurez suficiente como para que el mercado de renta variable sea su siguiente destino. Esto no es algo nuevo, siempre ha sido el camino corriente de las compañías privadas, el cual, si razonas, es sencillo de entender.

> *El deporte se ha convertido en el nuevo activo de moda. Los clubes ya no son solo trofeos, sino plataformas de medios y activos inmobiliarios gestionables*

Pero lo más entretenido del mes ha sido ver dónde pone el ojo el capital privado más allá de lo tradicional. El deporte se ha convertido en el nuevo activo de moda. Por un lado, tenemos la entrada de Apollo en el Atlético de Madrid, pero no es un caso aislado: Apollo lanzó en septiembre un fondo de deportes de 5.000 millones de dólares y ya ha prestado 80 millones de libras al Nottingham Forest. Es la confirmación de que los clubes ya no son solo trofeos, sino plataformas de medios y activos inmobiliarios gestionables.

En el terreno de la deuda privada, la historia es algo más compleja, una especie de "historia de dos mercados". Los grandes bancos han vuelto a la carga con fuerza, ofreciendo préstamos más baratos, lo que ha obligado a los grandes fondos de crédito a pelear duro. Esto se nota en la compresión de los diferenciales; la diferencia entre los préstamos directos y los sindicados se ha reducido drásticamente, cayendo un 19% desde sus máximos. Aun así, el barómetro de deuda privada se mantiene estable en terreno neutral, lo que sugiere que, aunque la competencia aprieta, el sector sigue ofreciendo refugio.

> *Se vuelve imprescindible el trabajo que hacemos en Icaria Patrimonio FIL, donde en vez de invertir en el activo que más ha crecido con diferencia invertimos en fondos de nicho que tienen la cobertura de un colateral*

Se vuelve imprescindible sin duda, el trabajo que hacemos en Icaria Patrimonio FIL, donde en vez de invertir en el activo que más ha crecido con diferencia (direct lending) invertimos en fondos de nicho que tienen la cobertura de un colateral. Eso, si vienen curvas, sin duda marcará la diferencia.

Los retornos fáciles han desaparecido. Es imprescindible ser consciente de la situación económica y financiera de cada uno, para construir una cartera que se amolde al perfil de riesgo adecuado a cada perfil, y sobre todo, al momento del ciclo que vivimos.

Respecto a la evolución del asset allocation en Icaria Patrimonio, las fuertes entradas de nuevas suscripciones nos han alejado ligeramente de nuestro objetivo de liquidez. Aquí hay que tener en cuenta que, aunque el partícipe puede transferir el dinero hoy, en muchos casos no podemos invertir ese dinero hasta que pasan varias semanas, particularmente en los fondos que reportan valor liquidativo mensual. Evidentemente, este desajuste en el peso de los activos es el reflejo de la confianza depositada por los partícipes, por lo que sólo podemos alegrarnos.

Por otro lado, en octubre y noviembre ha habido una cierta ralentización intencionada en el despliegue del capital, ya que hemos preferido analizar con calma activos y estrategias nuevas para tomar la mejor decisión sobre dónde invertir, en lugar de priorizar la reducción del *bucket* de liquidez en la cartera. Sobre algunas de estas nuevas estrategias hablamos al final del comentario.

	Octubre 2025	**Objetivo**
Liquidez	12%	5-10%
Private Debt	12%	10-20%
Real Asset	13%	10-20%
Hedge Funds	12%	10-15%
Private Equity	25%	20-30%
Equity Cotizado	26%	20-30%

A cierre de octubre, Icaria Patrimonio tenía 16,8 millones de euros en activos y 63 partícipes.

En Icaria Patrimonio en el mes de septiembre incorporando las comisiones, la rentabilidad mensual fue un +0,69% para la clase A y un +0,71% para la clase I

Rentabilidad en octubre 2025

Entramos ya a comentar el desempeño de Icaria Patrimonio en el mes de septiembre. Incorporando las comisiones, **la rentabilidad mensual fue un +0,69% para la clase A y un +0,71% para la clase I**.

Al igual que en el mes de septiembre, todas las categorías tuvieron un comportamiento positivo, destacando las de mayor riesgo: equity cotizado, private equity y real assets. El movimiento favorable del tipo de cambio contribuyó a la rentabilidad positiva.

Como aclaración, las rentabilidades se presentarán tanto en euros como en divisa local excluyendo el impacto del tipo de cambio (reflejando así el desempeño subyacente de cada categoría); si no se especifica la rentabilidad sin efecto divisa, eso quiere decir que todos los activos dentro de esa categoría están denominados en euros. La rentabilidad en euros es la que impacta en el FIL.

Como apunte final, dentro de cada categoría podemos mencionar el comportamiento de alguno o algunos activos, pero no de todos los incluidos, con el fin de proteger nuestro trabajo y propiedad intelectual.

Liquidez: +0,17% (+0,16% excluyendo efecto divisa)

Nada destacable aquí. Los activos categorizados como Liquidez (repos y pagarés, fundamentalmente) rinden en línea con los esperado.

Como recordatorio, mencionar de nuevo que, debido a la buena evolución en la captación, la posición de liquidez se sitúa ligeramente por encima de nuestro objetivo.

En octubre llegaron los primeros resultados del fondo de trade finance (+0,5%) y del fondo de microfinance (+0,3%)

Private Debt: +0,15%

A destacar la ligera corrección de –0,3% en el fondo de senior loans europeos de Blackstone. Este fondo invierte en leveraged loans, que son préstamos cotizados y que por tanto no son inmunes al sentimiento inversor. Esta categoría de deuda se ha visto afectada por el ruido generado por la quiebra de First Brands y Tricolor en EEUU. En el caso de Blackstone, el fondo no tiene exposición a emisores de EEUU.

En octubre llegaron los primeros resultados del fondo de *trade finance* (+0,5%) y del fondo de *microfinance* (+0,3%). Sobre estas estrategias, que destacan por su baja volatilidad histórica y su alto carry, tuvimos la ocasión de hablar en meses anteriores.

Real Assets: +1,76%

El *bucket* de infraestructuras avanzó un 0,5% aproximadamente, mientras que nuestro ETC de oro escaló un 5,6%. Conviene señalar que el ETC llegó a subir un 13% en el mes, pero tuvo una caída del 8,1%. En el momento de redactar estas líneas, está cerca de alcanzar nuevos máximos.

En el comentario del mes anterior (septiembre) dedicamos unas líneas a hablar sobre el buen desempeño del oro en 2025.

En Partners Group la rentabilidad fue de 0,1%. Nos parece positivo que la correlación entre los fondos de Private Equity no sea muy elevada, en tanto que mejora la diversificación de la cartera

Hedge Funds: +0,94% (-0,34% excluyendo efecto divisa)

Comportamiento ligeramente negativo en los hedge funds, compensado por la subida del dólar contra el euro. Entra dentro de lo esperable en fondos de beta condicional cuando las bolsas avanzan. El objetivo de estas estrategias es mantener una notable descorrelación con los activos tradicionales, y en particular con la renta variable.

Private Equity: +1,23% (+1,20% excluyendo efecto divisa)

Tono positivo en todas nuestras posiciones, destacando Hamilton Lane con un muy destacable +2,3%. En cambio, en Partners Group la rentabilidad fue de sólo un 0,1%. Nos parece positivo que la correlación entre los fondos de Private Equity no sea muy elevada, en tanto que mejora la diversificación de la cartera.

Renta Variable cotizada: +0,65% (+0,18% excluyendo efecto divisa)

Comportamiento dispar entre fondos, destacando Driehaus US MicroCap con un +11% en el mes. El peor comportamiento lo tuvo Laughing Water, con un –5,7% en dólares (minorado a –4,1% gracias al efecto divisa).

ACTIVOS ANALIZADOS

A continuación se ofrece una pequeña muestra del trabajo que hacemos para mejorar continuamente la composición de Icaria Patrimonio FIL. En esta sección comentamos algunos fondos analizados como potenciales candidatos, razonando por qué encajan en la cartera o por qué, según nuestro criterio, deberían ser rechazados.

Los activos que vamos a comentar en esta ocasión nos parecen sumamente interesantes.

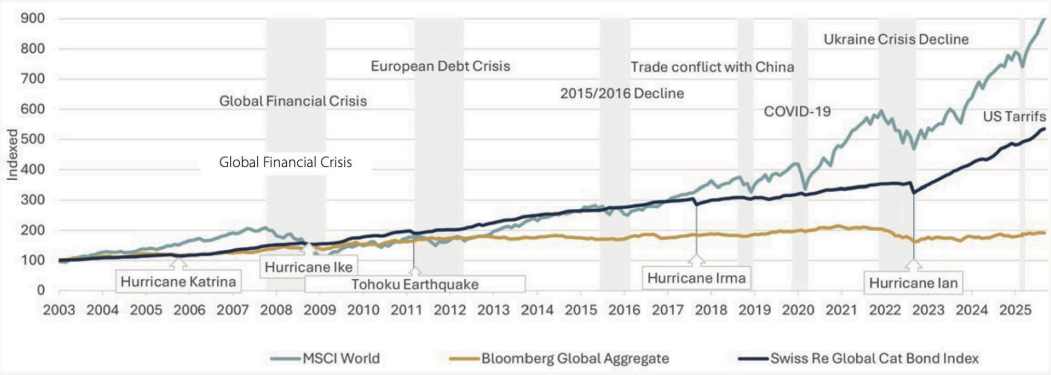
Los bonos catastróficos (cat bonds) son bonos emitidos por aseguradoras para eliminar riesgos de su balance. Los más conocidos son los que cubren riesgos de catástrofes naturales (huracanes, principalmente)

Fondos de Cat Bonds

Los bonos catastróficos *(cat bonds)* son bonos emitidos por aseguradoras para eliminar riesgos de su balance. Los más conocidos son los que cubren riesgos de catástrofes naturales (huracanes, principalmente), y por eso reciben ese nombre. Pero también pueden cubrir otros riesgos, como terremotos, erupciones volcánicas o la mortalidad en seguros de vida.

Para entender el potencial de los cat bonds en una cartera diversificada, vamos a poner un ejemplo sencillo. Pensemos en una aseguradora de Florida que cubre riesgo de huracanes. La regulación le restringe la cantidad de riesgo que puede asumir en su propio balance, por lo que parte del riesgo catastrófico (que un huracán pase por Florida y haga estragos) lo quiere traspasar a terceros.

La forma de traspasar este riesgo es mediante la emisión de cat bonds. Los inversores aportan capital a una cuenta, y este dinero sólamente se puede destinar para cubrir los siniestros contemplados en la documentación del cat bond (daños por huracanes). Si, durante la vida del bono, no ocurre el siniestro, los inversores recuperan todo el capital en la fecha de vencimiento. Si, debido a los siniestros ocurridos, la aseguradora toma el 15% del capital para hacer los correspondientes pagos a sus clientes, esto quiere decir que los inversores en el cat bond pierden el 15% del principal.



Notas: MSCI World es un índice de bolsa mundial. Bloomberg Global Aggregate es un índice global de bonos. Swiss Re Global Cat Bond Index es un índice de cat bonds. Los tres índices están denominados en dólares.

Fuente: Twelve Capital.

A cambio de asumir este riesgo, los inversores perciben un interés muy alto. Los cat bonds denominados en euros están pagando yields superiores al 10%.

Si pensamos en la relación entre la rentabilidad por cupones y las pérdidas esperadas en los cat bonds (para lo cual, en el caso de los huracanes, hay que prestar mucha atención a las estadísticas sobre fenómenos atmosféricos), podemos concluir que esta relación es atractiva. Es decir, la rentabilidad esperada compensa el riesgo asumido.

Sin embargo, el principal atractivo de los cat bonds no es la relación rentabilidad-riesgo, sino su potencial diversificador. Cabe pensar que los cat bonds pueden experimentar caídas similares a las de los bonos high yield, y efectivamente esto puede suceder. Pero lo más importante es que los factores de riesgo que afectan a los cat bonds y a los bonos high yield están completamente descorrelacionados. El bono high yield depende del ciclo del crédito y en general del apetito por el riesgo de los inversores, mientras que el cat bond de nuestro ejemplo depende de la temporada de huracanes. Es evidente que la relación entre un fenómeno y otro es inexistente, y por eso la incorporación de cat bonds en la cartera puede mejorar sustancialmente las métricas de desempeño.

Correlation since 2002	Cat Bonds	Global Equiteis	Hedge Funds	Real Estate	Commodities	Global Bonds
Cat Bonds[1]	1.00					
Global Equities[2]	0.24	1.00				
Hedge Funds[3]	0.12	0.49	1.00			
Real Estate[4]	0.24	0.81	0.44	1.00		
Commodities[5]	0.14	0.41	0.49	0,35	1.00	
Global Bonds[6]	0.23	0.31	0.06	0,55	0.13	1.00

Fuente: Twelve Capital.

Actualmente tenemos varios nombres sobre la mesa para Icaria Patrimonio. En todos los casos se trata de gestoras con un track record prolongado en el que no ha habido drawdowns muy significativos, gracias a la diversificación en la toma de riesgos. Estamos decididos a incorporar esta estrategia en la cartera.

> *Los mercados frontera se pueden considerar una subcategoría dentro de los mercados emergentes, aunque en finanzas se los suele clasificar por separado*

Fondos de bonos frontera

Los mercados frontera se pueden considerar una subcategoría dentro de los mercados emergentes, aunque en finanzas se los suele clasificar por separado. Los países frontera son aquéllos que todavía están muy por detrás en nivel de desarrollo económico y financiero, en comparación tanto con los mercados desarrollados como con los emergentes. Hablamos de países como Senegal, Sri Lanka, Mongolia, Egipto o Serbia.

Podemos caer en el simplismo de pensar que la idea de invertir en mercados frontera es capturar una prima de rentabilidad por asumir un mayor riesgo, ya que estos países son más inestables económica, social y políticamente, en comparación con los emergentes (Rusia, Brasil, China, India, Polonia, Qatar). Pero lo cierto es que **se trata de un perfil rentabilidad-riesgo diferente, siempre que invirtamos en divisa local**.

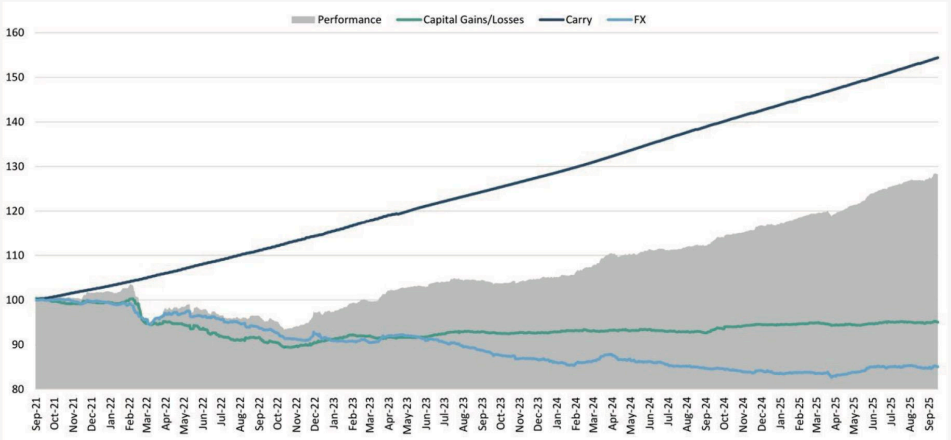
La estrategia de la que queremos hablar aquí es la compra de bonos emitidos por gobiernos de países frontera denominados en divisa local (es decir, la moneda que emite ese país). La mayor parte de los inversores que dan el paso de invertir en estos mercados prefieren los bonos denominados en divisa fuerte (dólar, euro) para evitar el riesgo divisa. Pero la estrategia en divisa fuerte *(hard currency)* es relativamente dependiente del ciclo de tipos de interés en el mundo desarrollado, particularmente en EEUU. Invirtiendo en divisa fuerte sí sucede lo que describíamos arriba: lo máximo a lo que podemos aspirar es a capturar un extra de rentabilidad por asumir un mayor riesgo, similar a lo que sucede al invertir en bonos high yield.

En la deuda en divisa local *(local currency)* la película es diferente y, en mi opinión, mucho más interesante. La rentabilidad de los bonos en divisa local procede de dos fuentes:

1) Una rentabilidad positiva y muy alta, que es el interés de los bonos. Hablamos de cupones que tranquilamente superan el 10%.

2) Una rentabilidad por tipo de cambio que normalmente es negativa. De hecho, el motivo por el que los bonos frontera tienen una yield tan alta es precisamente para compensar a los inversores por la depreciación esperada en la divisa local. Sin embargo, la divisa también puede contribuir positivamente en algunos años.

Fuentes de rentabilidad en bonos frontera en divisa local

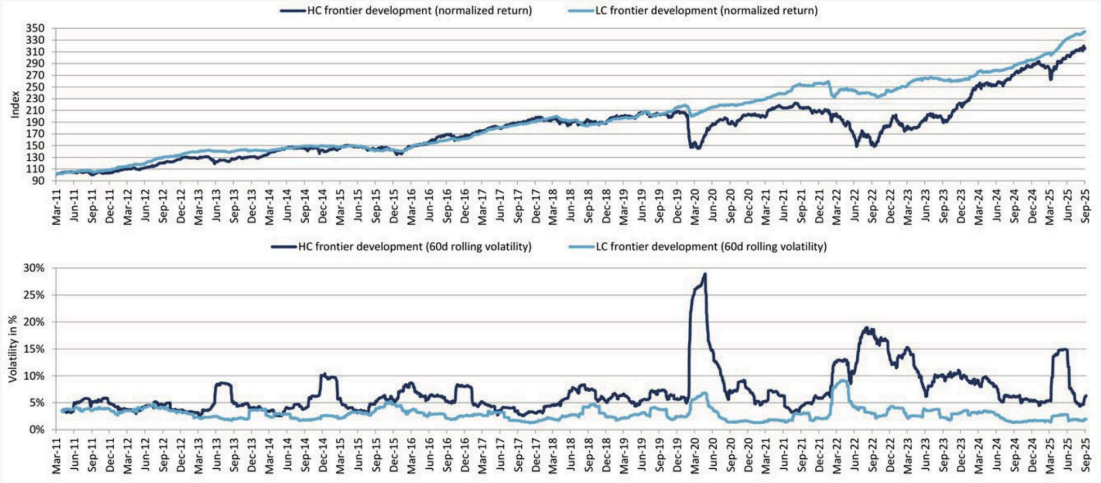


Notas: "Carry" es la rentabilidad acumulada por cupones. "FX" es la rentabilidad acumulada por tipo de cambio.
Fuente: Global Evolution.

> *Otro motivo que explica la menor volatilidad de los mercados frontera en divisa local es que hay menos inversores extranjeros*

Los bonos en divisa local tienen plazos no muy largos y además pagan cupones altísimos, por lo que su duración (sensibilidad del precio ante movimientos en los tipos de interés) es muy baja si los comparamos con los bonos en divisa fuerte. Esto hace que, aunque parezca contradictorio, la estrategia sea menos volátil que la compra de bonos hard currency, que se supone que dan más protección al inversor. **El principal factor de volatilidad en local currency son los movimientos abruptos en el tipo de cambio de países concretos, pero los fondos que siguen esta estrategia mitigan este riesgo mediante la diversificación**. Una diversificación que es más efectiva que en otros nichos de la renta fija, ya que el riesgo en los mercados frontera es muy idiosincrático; es decir, normalmente la divisa de Egipto y la de Kazajistán mostrarán poca correlación y se moverán por factores específicos de cada país.

Otro motivo que explica la menor volatilidad de los mercados frontera en divisa local es que hay menos inversores extranjeros. En los mercados emergentes relativamente desarrollados (Brasil, Tailandia) se produce el fenómeno del inversor "turista", que invierte en estos países cuando tiene apetito por el riesgo, pero saca todo su dinero cuando el sentimiento cambia. Esto tiene como consecuencia una elevada volatilidad en los activos financieros de los mercados emergentes, sobre todo los denominados en divisa fuerte. Dentro de lo que es el universo de mercados subdesarrollados (emergente + frontera) los mercados frontera en divisa local son el nicho menos concurrido por inversores de la OCDE, y por eso existe la oportunidad de conseguir yields altas con una volatilidad mucho más baja de lo que a priori cabría esperar.



Esta explicación es el resultado de haber dedicado años a entender la estrategia. Habiendo hecho los deberes, me siento confiado de incorporar fondos de mercados frontera en la cartera.

Hasta aquí nuestro comentario mensual de Icaria Patrimonio FIL relativo al mes de octubre. Una vez más, agradecer a todos los partícipes la confianza depositada en este proyecto. Seguiremos trabajando con disciplina y transparencia.

El fondo Icaria PATRIMONIO FIL FI (ISIN ES0147415006) es un fondo inscrito en el registro de la CNMV con el número: 131 y con fecha de inscripción: 04/04/2025 en la categoría de Fondos de Inversión Global. Nivel de riesgo es 6/7 (siendo 7 riesgo muy alto). El Fondo está gestionado por Andbank Wealth Management SGIIC, S.A (Grupo Andbank). La entidad depositaria del fondo es Banco Inversis S.A. y la firma auditora del mismo es Capital Auditors and Consultants SL. El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de Icaria Capital Cartera Permanente FI. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral y trimestral, reglamento de gestión y CCAA). Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la página web de la gestora Andbank Wealth Management, SGIIC, S.A.U https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos/ y en la página web de la CNMV: https://www.cnmv.es La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en https://www.andbank.es.

Andbank Wealth Management, S.G.I.I.C., S.A.U. • CIF: A-78567153 • Calle Serrano, 37 - 1ª • Registro Mercantil de Madrid: Tomo 31.045, Folio 5, Sección 8ª, Hoja M-558.774 • Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV: nº 237.

Comentario a cierre de octubre

https://www.youtube.com/watch?v=GdILdbj9Mj8

Cada mes estamos haciendo estos vídeos, ya que a la gente le ayuda a conocer mejor el trabajo que hacemos, a entender mejor el proyecto. Así que encantados de que nos deis vuestro feedback. Para nosotros es muy útil porque queremos ir juntos durante vuestro camino inversor. De la mano, ya que incluso yo soy partícipe del fondo. Que sea una camino lo más agradable y tranquilo posible. Por eso hacemos estos vídeos.

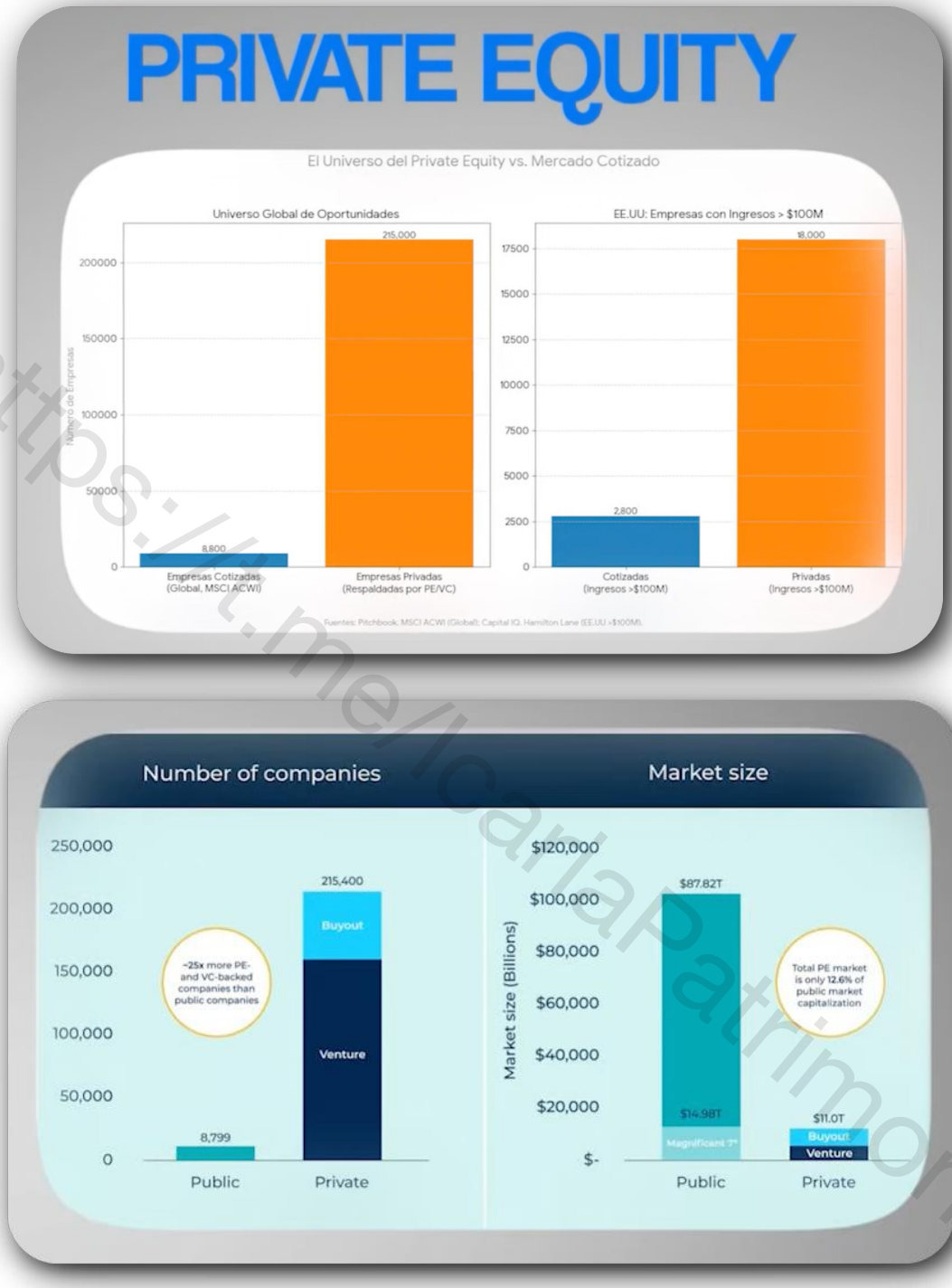
La cosa está yendo muy bien, estamos muy contentos y agradecidos por la confianza, que es lo más importante que nos pueden dar los partícipes. **A principios de diciembre contamos ya con 19 millones de euros de patrimonio bajo gestión.**

Sí que es cierto que cuando actualizamos a través de la carta oficial que se publica en AndBank pone otra cifra, porque por regulación en la carta oficial nos obligan a poner la cifra de cierre del mes. Y ahora mismo este vídeo es el cierre del mes de octubre, que cerramos en 17 millones.

Muy, muy contentos, con un proyecto que está volando y comportándose como cabía esperar. Es algo diferente a lo que había y por eso tanta gente le está resultando atractivo.

Sobre la situación actual de los mercados, uno de los temas que comentamos en la carta mensual es l**a situación de Private Equity y sus valoraciones**. Me gustaría hacer un artículo y un vídeo al respecto, porque es algo llamativo, y habla mucho de lo confuso que puede ser el mercado y las narrativas que se forman.

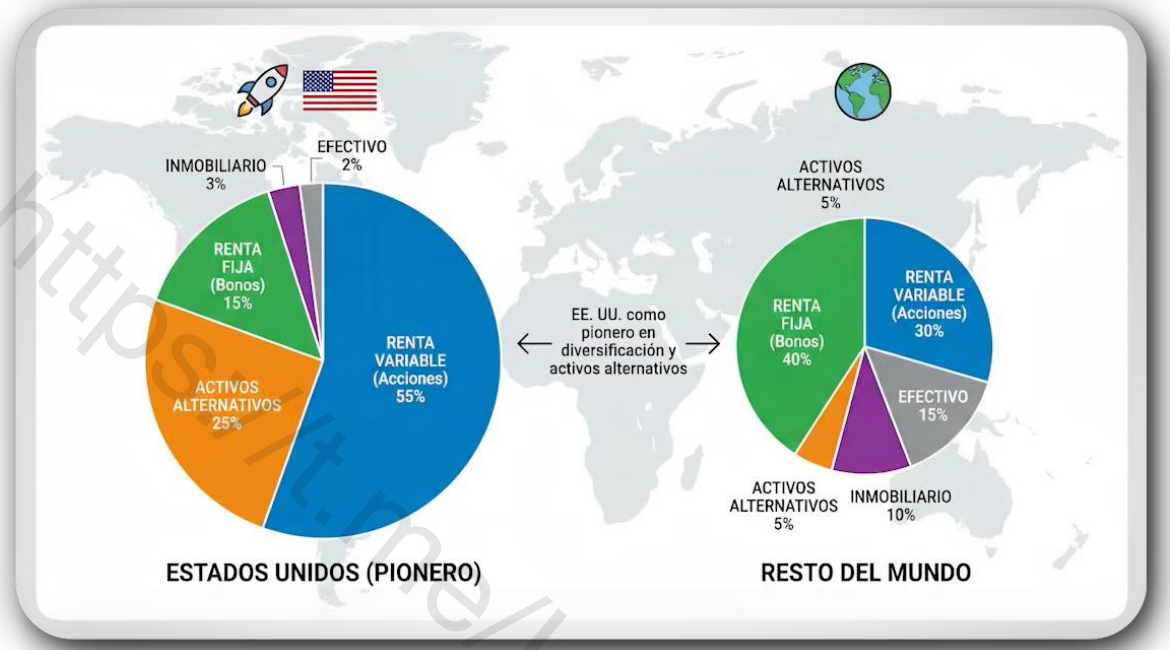
https://t.me/icariapatrimonio

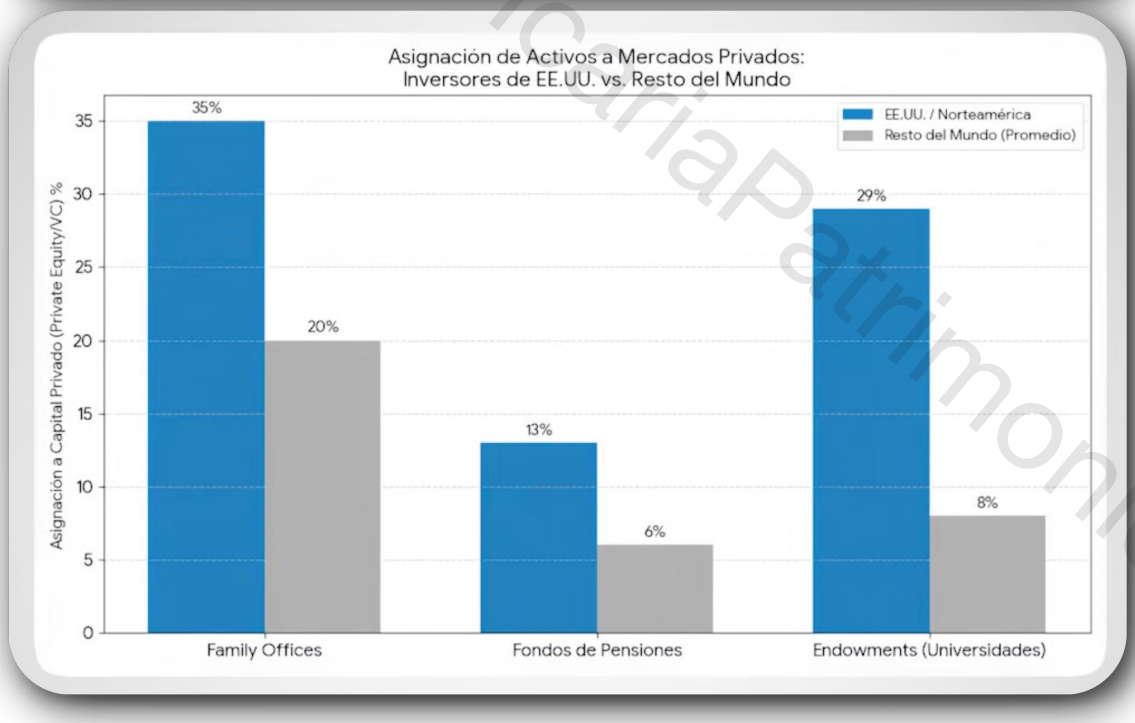


https://t.me/carlapatrimonio

Leo algunas veces sobre si habrá una burbuja en Private Equity. Ya compartí en su día un artículo sobre lo irracional que es ese planteamiento. Primero, porque **el mundo de Private Equity no es nada sofisticado**, no es más que empresas no cotizadas. Así que de sofisticado no tiene nada. si nosotros le compramos el bar de la esquina a su dueño, estamos haciendo Private Equity. Así que Private Equity y empresas privadas es un universo de inversión infinitamente más amplio que el de cotizadas.

Para empezar, **es un mercado mucho más grande que el de empresas cotizadas**. Y, a pesar de ello, Private Equity representa menos del 10% del tamaño de inversión. Es decir, hay muchísimo más dinero en la Renta Variable cotizada, siendo un universo invertible menor que el Private Equity. Eso como primer punto.





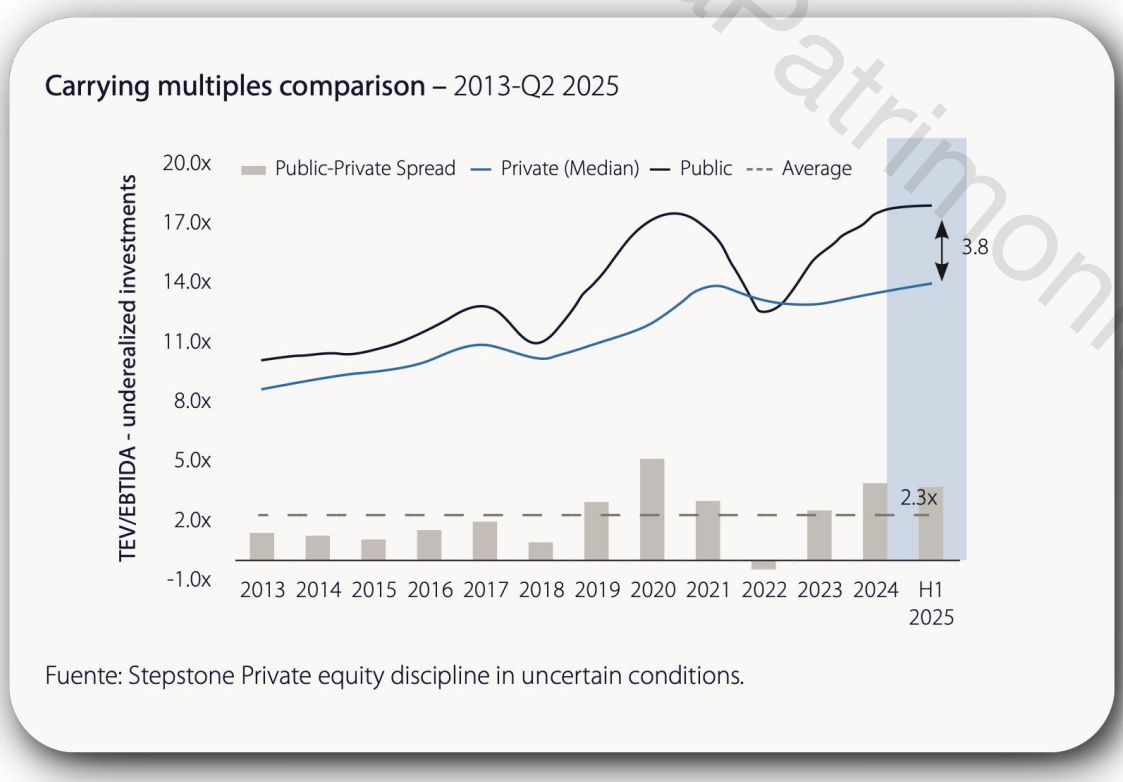
Como segundo punto, algunos argumentan que entró mucho dinero últimamente al Private Equity, y me viene muy bien ese argumento. En el año 2021, escribí una tesis de inversión sobre KKR, que es uno de los líderes de Private Equity, y **explicaba porqué creía que Private Equity iba a crecer con fuerza**. Entonces cotizaba a 55, ahora debe de cotizar a 150. Era muy sencillo de entender. El mundo funciona con Estados Unidos

https://t.me/IcaniaPatrimonio

siendo pionero y luego trasladándolo al resto del mundo. Así ha funcionado y así funciona, siempre. El Asset Allocation en Estados Unidos es muy diferente al del resto del mundo. Y en Estados Unidos, tanto los inversores particulares como los institucionales, Family Office, Endowments y Fondos de Pensiones, destinan un porcentaje a Mercados Privados y Private Equity significativamente superior al del resto del mundo.

Y en 2021 decía que la perspectiva de crecimiento de KKR en Mercados Privados era gigante, porque **tenía mucho margen para crecer en Europa, en Japón, en China y en el resto de mercados**, donde en vez de representar 10, 15, 20, 40%, 50% como es muchos casos en los inversores americanos, no llegaba a representar ni el 1%. Y la perspectiva de que el Private Equity en Europa pasara de representar un 1% a un 10%, conllevaba un crecimiento importante. Así que uno de los motivos del crecimiento es mero sentido común.

Igual que la gestión pasiva se exportó de Estados Unidos a Europa hace no más de 10 años y ahora es algo totalmente habitual, esto es exactamente lo mismo. Dentro de 5 años nos reiremos de esa situación donde Private Equity nos sonaba raro. Será tan habitual como es ahora invertir en Renta Variable.



https://t.me/AcariaPatrimonio

Y como tercer punto, las valoraciones. Compartimos en la carta de cierre mensual una gráfica de StepStorm, donde aparece el múltiplo medio al que ha cotizado históricamente la Renta Variable y el Private Equity históricamente. **El múltiplo de Renta Variable está un 65% por encima de su media histórica con la que cotiza con respecto a Private Equity**. Un 65% más caro respecto a su media histórica. Así que si llegamos a la conclusión de que las valoraciones en Private Equity son de burbuja, que en mi opinión no lo son, ¿en qué lugar quedarían las valoraciones de Renta Variable?

La realidad es que Private Equity ha cotizado históricamente a una media de 9,8 veces EBITDA en su segmento buyout, que es el más habitual, y actualmente cotiza en torno a 11. No hay una gran disparidad. Mientras que el S&P500 ha cotizado por término medio a lo largo de la historia a 17 veces y cotiza ahora entre 25 y 27, lo cual sí que nos lleva a una gran diferencia. Si nos ceñimos a los hechos en vez de a la narrativa, no tiene ningún sentido.

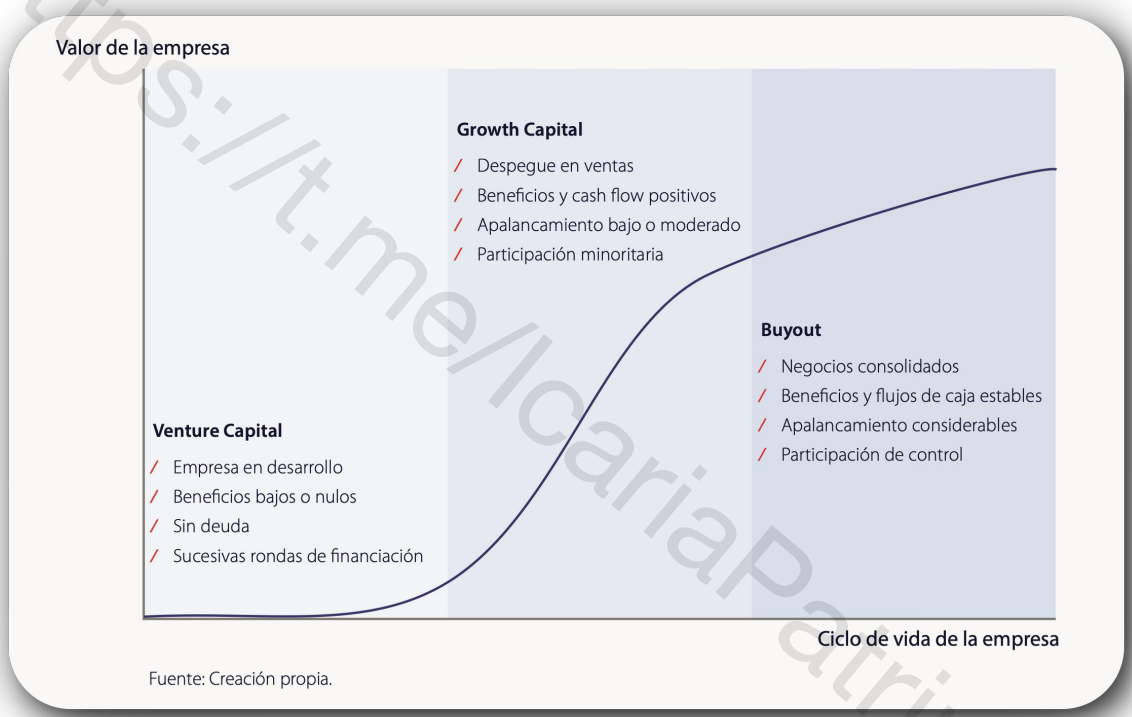
Y mira que nosotros, **dentro de Icaria Patrimonio FIL, no tenemos un gran peso en Private Equity**, tenemos en torno a un 20-25%. Es una categoría súper interesante, pero Icaria Patrimonio FIL no es un fondo de Private Equity. Aún así, aunque tuviésemos más peso o aunque haya fondos que tengan más, no hay ningún problema. Es totalmente lógico.

Me gustaría comentar también que **Private Equity está muy ligado a la economía real**, que lleva deteriorándose desde el año 2022. Es una realidad. Si miramos los indicadores macroeconómicos, se ha deteriorado con fuerza, tanto en Europa como en Estados Unidos. Private Equity, que no es otra cosa que inversores muy cualificados con una información muy de pulso de mercado, no quieren invertir en un entorno que se ha deteriorado. Es por ello que desde 2022, la inversión en compañías de Private Equity, en compañías no cotizadas, se ha ralentizado.

Siempre ha sucedido que **cuando la economía atraviesa por un momento más complicado, la inversión en empresas no cotizadas se ralentiza**. Aunque haya un dato de empleo muy negativo, la Renta Variable sube con la expectativa de que bajen Tipos de Interés. Eso es lo ilógico. Es decir, sube ante malas noticias. Quizás eso es lo que lo que no es lógico.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Por finalizar; cuando se dice que muchas empresas de Private Equity venden a fondos de Private Equity sus empresas, es totalmente lógico. Yo soy Director de Inversiones de Northius Group, una empresa que está participada por un Private Equity más grandes de Europa, que se llama Investindustrial. Entró hace cinco años en la empresa, y la empresa ha multiplicado su valoración por 10, si no me equivoco, teniendo actualmente una valoración de 600 millones. Su siguiente paso no es aún salir a bolsa. Es normal que, mientras una empresa pasa de ser una empresa pequeña a una más grande, con una facturación más grande, los Private Equity le acompañen en su crecimiento en periodos de cinco años.



Fuente: Creación propia.

https://t.me/IcariaPatrimonio

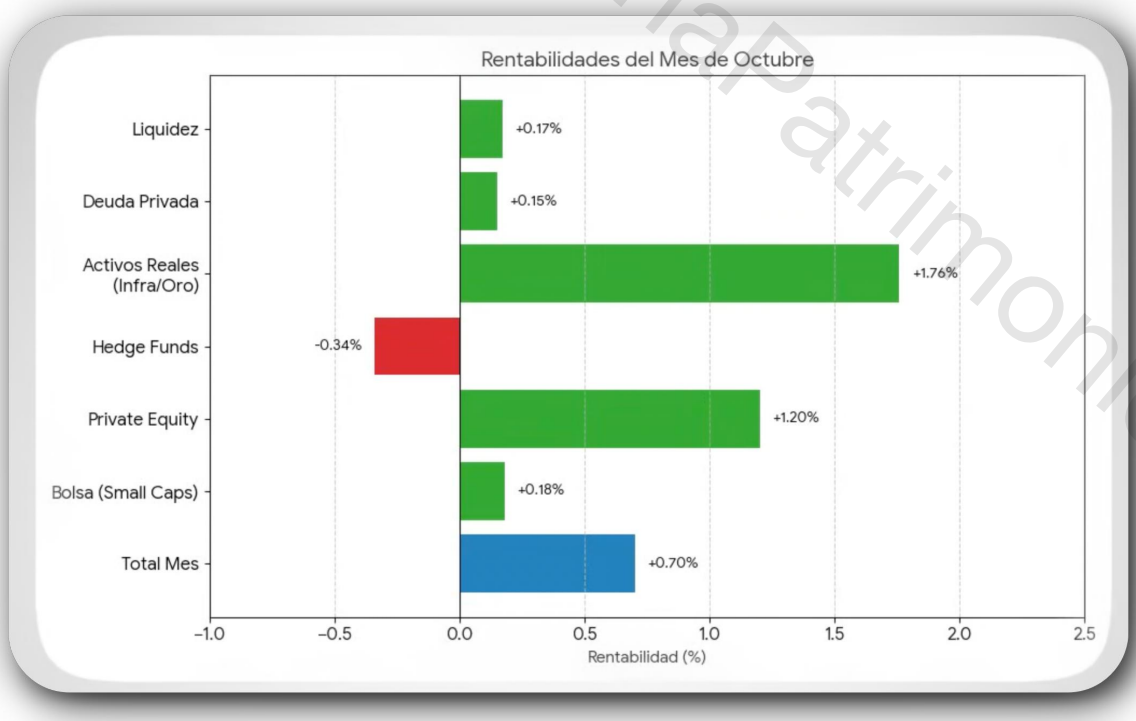
Las empresas pasan por la etapa de Venture Capital, donde es una empresa que se sustenta sobre una buena idea, pero no hay flujo de caja. Es una etapa muy incipiente de la compañía. Luego pasan por una etapa de crecimiento, donde ya hay flujo de caja y la compañía crece. Posteriormente pasan por la etapa de Buyout, donde ya es una compañía grande y madura, para finalmente, posiblemente, pasar a bolsa. Pero una compañía no pasa de ser pequeña a cotizar en bolsa en periodos de 5 años. Es razonable que pase de un fondo de Private Equity que invierte en compañías pequeñas, a otro que invierte en compañías medianas. Es lógico y natural.

Así que no veo ningún problema cuando se dice que hay fondos de Private Equity que venden a otros. Es como funciona la economía y como siempre ha funcionado, no es

algo que sólo suceda ahora. Quiero dejar ahí esos cuatro puntos, fruto del desconocimiento de este mundo. Es normal, porque es un mundo que en España es muy nuevo y puede traer a gente intentando aprovecharse del inversor, con comisiones abusivas o con publicidad muy agresiva. Lo entiendo, sucede en todos los ámbitos de la inversión, pero no por ello debemos abrazar cosas que no tienen que ver con la realidad. Eso es lo que me gustaría que entendiese la gente.

A pesar de que **Icaria Patrimonio FIL es un fondo que tiene un 50% muy conservador y un 50% más dinámico**, su comportamiento se espera bueno también cuando el mercado sube. Este año, se está comportando como se esperaba. Salimos hace unos cuatro meses y como comentamos en el inicio, los periodos de documentación, Compliance, Due Diligence y demás han sido terroríficos, por lo que durante esos meses hemos tenido más liquidez de la que nos gustaría. A pesar de ello, **todos los meses han sido positivos**, con una rentabilidad del 3,26% en la clase A. Si hubiésemos estado 100% invertidos desde el principio, estaríamos más en torno a un 4%, pero las cosas son así, es lo normal y en una inversión de largo plazo, la diferencia no es gran cosa.

¿Cuáles son las categorías y cómo han evolucionado a lo largo de este mes de octubre?



La liquidez ha sumado un 0,17%. Deuda Privada ha sumado un 0,15%. No ha sido el mejor mes para Deuda Privada. Activos reales, donde se engloba inmobiliario, infraestructuras u oro, ha sumado un 1,76%. Hedge-Funds, fruto del movimiento del

https://t.me/IcariaPatrimonio

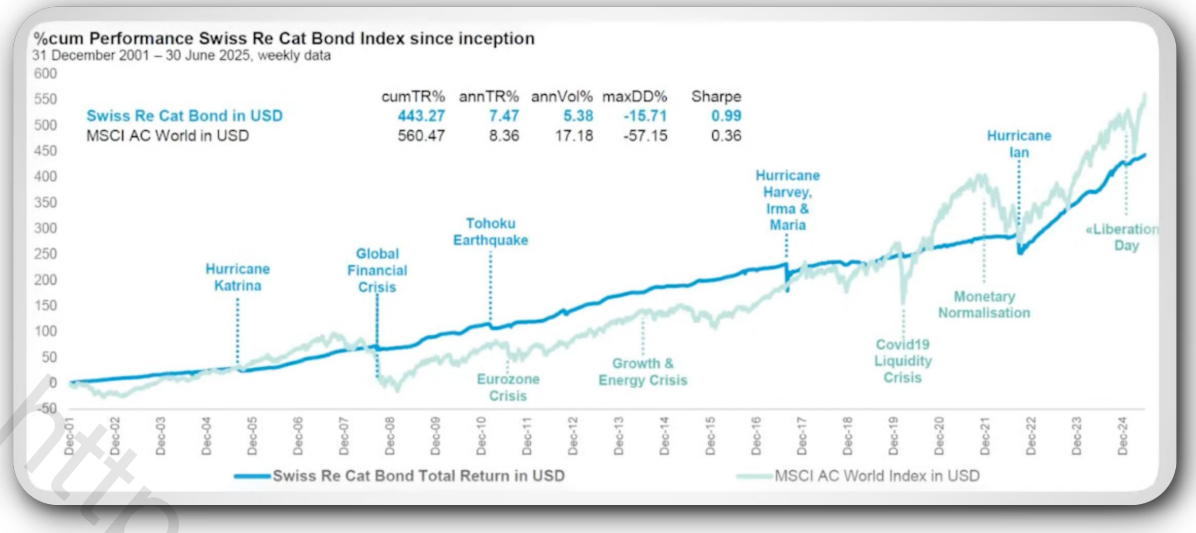
dólar en contra, ha quedado en negativo un -0,34%. Private Equity ha tenido un muy buen mes con 1,2% positivo. Y Renta Variable, de los que han estado en positivo ha sido el que menos ha contribuido, un 0,18%, porque nosotros tenemos mucha exposición a Small Caps, y octubre no ha sido el mejor mes para las Small Caps. Tenemos el agregado mensual que ha sido positivo del 0,70%.

Es un fondo conservador, la macro está una situación para ser prudente, pero a pesar de eso **lleva un rendimiento que anualizado sería superior al 9%**, lo que está muy bien. **Que se comporte bien en cualquier escenario**, tanto si la Renta Variable va bien, como si cae. Una lección profesional que he aprendido a lo largo de tantos años que llevo trabajando en esto es que, **por mucho que tengas una visión negativa del mercado, el mercado puede mantenerse alcista durante mucho tiempo**. Así que el posicionamiento de Icaria Patrimonio es tal, que nos permite beneficiarnos en escenarios donde los activos suban, que lo haremos razonablemente bien. Y **saldremos muy bien parados con respecto a los activos de riesgo si hubiese una recesión o una caída fuerte de mercado**, que nosotros sufriríamos mucho menos.

Así que mantenemos una **filosofía de Cartera Permanente**, que es de mis favoritas. Sea cual sea el escenario que se dé, salir razonablemente bien parados. Eso no significa salir siempre bien, nunca lo he dicho, tampoco en Cartera Permanente. **Si la Renta Variable cae un 55%, espero que Icaria Patrimonio y Cartera Permanente caigan en torno a un 15%**. No aspiramos a hacer magia, a subir cuando la Renta Variable caiga un 50%. Eso me parecería faltar a la realidad.

Comportamiento en línea con lo esperado, **muy contentos y muy tranquilos**. Seguimos trabajando mucho en incorporar nuevos activos en las relaciones institucionales, en el análisis, día y noche. Estamos echando una cantidad impresionante de horas, pero la motivación que tenemos por la confianza de la gente y por la acogida del FIL, es la gasolina para dedicarle todas las horas que haga falta.

https://t.me/IcariaPatrimonio



Tenemos dos temáticas tremendamente interesantes para incorporar a corto plazo, para que la gente entienda el grado de Due Diligence que hacemos. Primero tenemos Cat Bonds, que es una temática poco conocida en España. Es una temática que conozco de hace muchos años, súper interesante. **Se trata de Bonos Catástrofe**, que no tienen **ninguna relación con lo que sucede en los mercados**. Podéis ver el gráfico aquí. Ninguna. Eso es un valor añadido tremendamente interesante. Ahora mismo **están dando en torno a un 7% en euros**. Me considero un afortunado de poder invertir siempre de la mano de los mejores, en este caso a través de Fermat.

Seguramente nadie conozca a Fermat, pero es el equipo que gestionó durante más de una década el fondo de GAM CatBonds, que es **el mejor fondo del planeta Tierra** en cuanto a track record. Fermat y GAM rompieron relaciones hace aproximadamente un año y desde ese momento Fermat gestiona su propio fondo. Así que nos **vamos de la mano de los mejores, que tienen unos mínimos de entrada de entre 5 y 20 millones**.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Nosotros entraremos en una clase cuyo coste es de sólo un 0,75%, por invertir en un activo de nicho.

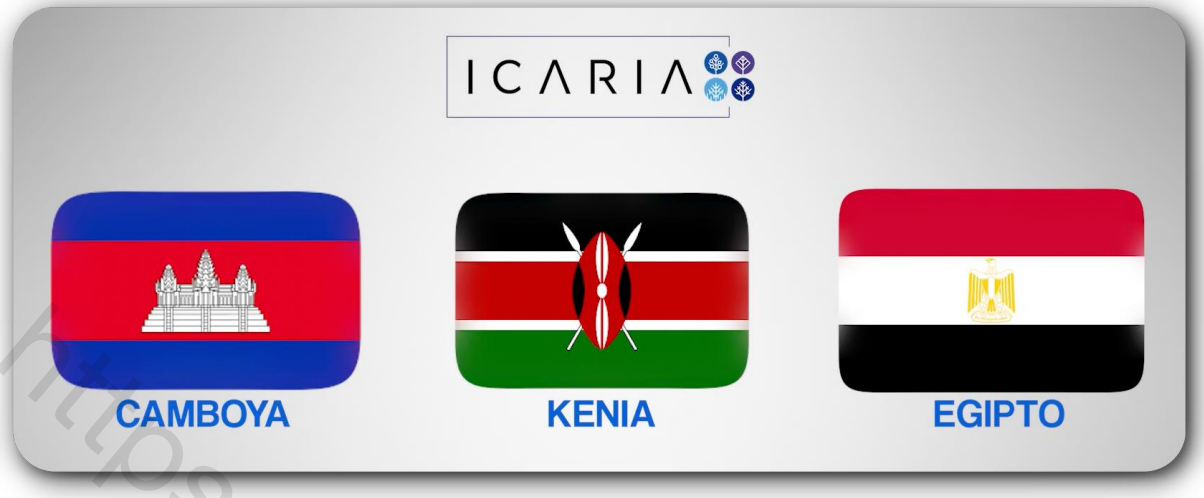
Para reflexionar sobre el argumento de las críticas sobre una "doble capa" de comisiones. La gente no se hace una idea. Tanto en Icaria Patrimonio como en Icaria Renta, aunque consiguieras entrar en los fondos retail, no ahorrarías prácticamente nada, sobre todo en Icaria Renta, que tiene una comisión de 0,4%, pero es que en Icaria Patrimonio, en las Clases Institucionales que podemos entrar nosotros, es una barbaridad los bajos costes.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Así que vamos a ir de la mano de **Fermat, el mejor track record de toda la industria** de Catbonds. Y de la mano de **Atropos**, que es otro de los grandes de nicho, **uno de los fondos con menor volatilidad y mejor comportamiento**. Estamos hablando de una categoría que tiene una **volatilidad en torno al 3% y que la caída más fuerte que ha tenido ha sido un 15%, dando un rendimiento superior al de Renta Fija High Yield.**

Hay que entender el activo, hay que entender cómo funciona, hay que conocer la historia de las gestoras, hay que saber cómo se reparte aquí la tostada, los posibles conflictos de interés, cuando hay una aseguradora de por medio, hay que saber muchas cosas que son complicadas. Pero **una vez lo entiendes, es un activo tremendamente interesante para Icaria Patrimonio FIL**. Gracias a nuestra suerte y a la confianza de los partícipes, lo tenemos ya entre los activos bajo gestión. Es una incorporación que me tiene súper contento, ya que pensaba que no sería posible invertir en Fermat, pero me contactaron directamente ellos. Casualidades de la vida, porque inicialmente pensaba que iríamos

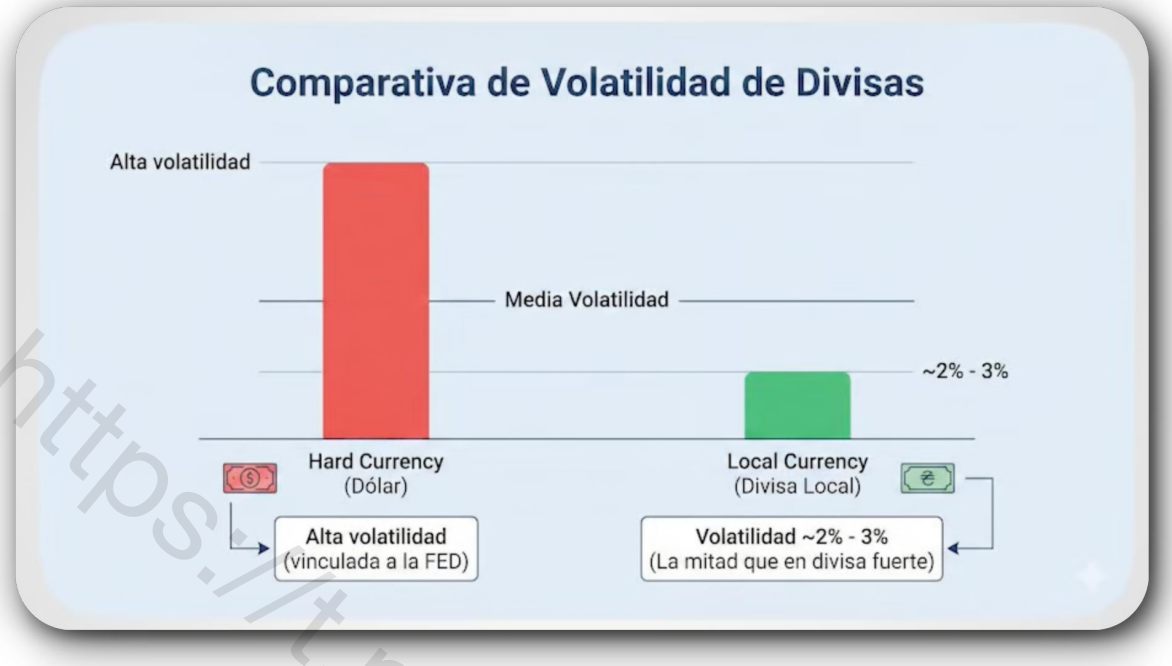
con Atropos y con Twelve Capital, que para mí son los tres mejores, pero tenemos la suerte de poder ir con Fermat y con Atropos.

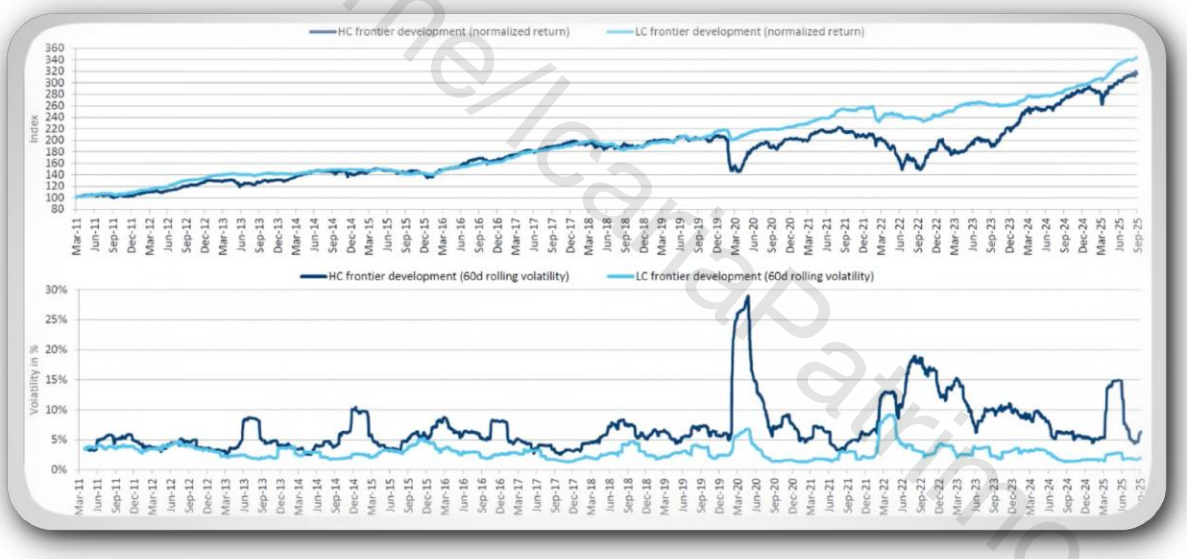


https://t.me/IcariaPatrimonio

Y la otra categoría que hemos analizado es aún más de nicho, que es invertir en **bonos de Mercados Frontera**. Y cuando hablo de Mercados Frontera es invertir en Camboya, Kenia, Egipto. La gente puede decirme, ¿estás loco, Carlos? Si entiendes el activo y cómo funciona, es una pasada. **La mayor parte de la gente que invierte en Mercados Frontera, lo hace en Hard Currency**. ¿Qué es en Hard Currency? Invertir en Mercados Frontera en divisa dólar. ¿Cuál es el problema de invertir en Mercados Frontera divisa dólar? Personalmente, cuando invierto en Mercados Frontera lo que busco es descorrelación. Para mí, **la gran cualidad de un activo cuando se incorpora a Icaria Patrimonio FIL, es que esté descorrelacionado del mercado de Renta Variable**. ¿Para qué? Para que el comportamiento de Icaria Patrimonio cada vez sea más sólido y consistente. Ese es mi principal objetivo.

Si inviertes en Mercados Frontera, en Hard Currency, lo que estás haciendo es tener una vinculación directa a lo que haga la Reserva Federal. Y sabemos que lo que haga la Reserva Federal tiene un impacto directo en la Renta Variable. Por lo tanto, **si estamos vinculados a la Reserva Federal, estamos vinculados a la Renta Variable**. No diversificamos. La correlación de invertir en Mercados Frontera en Hard Currency dólar, es muy alta. Pero **si inviertes en divisa local, no sucede**. Son divisas arriesgadas, pero si inviertes a través de bonos supranacionales, estás invirtiendo a través de un rating AA o AAA, que lo comentaré más profundamente en un artículo. Invertir en divisa local, te paga el doble o el triple que invirtiendo en dólar. **La yield que te pagan esos bonos, es más que suficiente para compensar el riesgo de invertir en esa divisa**.





https://t.me/icanaPatrimonio

De hecho, veis **aquí el gráfico de cómo se ha comportado desde 2011**. Si comparamos también la volatilidad de invertir en Hard Currency o en Local Currency (divisa local), **la volatilidad de invertir en divisa local es la mitad**. ¿Cómo puede ser esto? Porque son países que no tienen prácticamente correlación con Europa y con Estados Unidos, y tampoco tienen correlación entre ellos. Cuando un país lo está pasando mal, los otros no. Están aislados, los unos de los otros. Y eso hace que, cuando diversificas en más de 100 países diferentes, las divisas se compensan unas a otras, y los eventos son aislados, por lo que consigues lo que veis en la gráfica.

Una volatilidad de menos del 3%, que es tremendamente interesante, sobre todo, porque la divisa local no tiene relación con lo que haga la Reserva Federal. Eso es lo que más valor tiene. Tener activos que no tengan correlación con Renta Variable, que es el activo de riesgo. Porque ya tenemos Renta Variable o Private Equity, que tiene relación con Renta Variable. Buscamos que el resto de los activos, dentro de lo posible, tengan la menor relación posible. **Y ese es el motivo por el que incorporamos Mercados Frontera, al igual que Catbonds, con un peso de 5% cada uno**.

https://t.me/IcariaPatrimonio

En Mercados Frontera iremos de la mano de la gestora que gestiona el endowment de la Familia Real de Liechtenstein. Estamos hablando de miles de millones. También **dentro de la Clase Institucional**, con una comisión tremendamente competitiva, para invertir en un activo que **este año va rentando un +14%. Cuya caída más grande desde el año 2011 es de menos del 20%, una caída inferior a la que tiene la Renta Fija High Yield**, que en momentos de estrés está muy vinculada a la Renta Variable. Aquí tenemos un activo que da una rentabilidad superior a High Yield, sin relación con la bolsa. Habrá momentos donde la bolsa suba y este activo lo haga mal, así como los Cat Bonds, pero habrá momentos donde la bolsa caiga y estos activos lo hagan bien. Ya ha sucedido, a lo largo de muchos años, que la bolsa ha caído y tanto Mercados Frontera en divisa local como Cat Bonds subían. Eso tiene un gran valor para Icaria Patrimonio, en agregado. Ese es el motivo por el que tras mucho análisis y muchas conversaciones con gestoras, lo incorporamos. **Iremos de la mano de las dos mejores gestoras en las dos categorías, así como en las Clases Institucionales.**

Icaria Patrimonio, FIL

Carta mensual - noviembre 2025

“El futuro es impredecible, parte de la clave del éxito en la inversión es tener un plan”

Comentario de Mercado Diciembre 2025

Icaria Patrimonio es un fondo que invierte en mercados cotizados y mercados privados bajo el modelo Endowment. Es importante señalar que Icaria Patrimonio no tiene una limitación por parte de la gestora, ni por parte del vehículo para invertir en mercados de renta variable, renta fija, high yield, privados, hedge funds, o cualquier otra categoría de activo. El FIL puede invertir en la categoría de activo que considere más apropiada en cada momento.

Este hecho es importante, ya que cuando estás anclado a un perfil de activo, tu conflicto de interés es importante e intentarás argumentar que esa categoría de activo es la mejor en detrimento del resto. Tenemos la gran suerte de tener flexibilidad, primero porque Andbank cree en la gestión de autor, y segundo porque un FIL (Fondo de Inversión Libre) es un perfil de vehículo flexible. En definitiva; Icaria Patrimonio FIL tiene la composición que considero ideal, sin ningún conflicto de interés ni sesgo. Un equilibrio entre el mundo cotizado, con su volatilidad y liquidez, y el mundo privado, con su prima de rentabilidad, menor volatilidad y mayor iliquidez.

> *La inversión se suele entender como algo a largo plazo, de hecho no debería invertirse jamás en renta variable si tu horizonte de inversión no es de al menos 10 años*

Cerramos un nuevo mes en Icaria Patrimonio FIL, en este caso el mes de noviembre. Es extraño escribir un comentario sobre el cierre de noviembre cuando estamos a punto de cerrar diciembre y entrar en 2026 pero esta es una de las peculiaridades de Icaria Patrimonio FIL; funcionamos con un mes de decalaje.

Los inversores comentan que esta forma de funcionar: liquidativos mensuales, un mes de decalaje, les facilita enormemente la parte emocional de gestión de su patrimonio y debo decir que les entiendo perfectamente.

La inversión se suele entender como algo a largo plazo, de hecho no debería invertirse jamás en renta variable si tu horizonte de inversión no es de al menos 10 años. Esta recomendación no está basada en algo aleatorio, sino más bien en pura probabilidad. Las recesiones por estadística se dan cada 8-10 años, y los periodos medios para recuperar las pérdidas que provocan están por encima de los 5 años. Si no quieres verte expuesto a problemas, tu horizonte debería rondar los 10 años de inversión ya que los números son los que son y el horizonte del inversor debería adaptarse a ellos para no cometer errores y no verse en situaciones complicadas.

Si se entiende esto, lo cual es puro sentido común, el hecho de tener liquidez diaria y estar de forma constante monitorizando lo que hace la cartera y fondos de inversión, se debe decir que no es un hábito saludable. En *behavioral finance* está más que demostrado que la sobremonitorización de tus inversiones lleva a la toma de malas decisiones.

> *La principal cualidad del fondo es otorgar tranquilidad al patrimonio*

> *Hay algo tremendamente valioso que no tiene una métrica cuantitativa, y ese "algo" es la tranquilidad*

> *Sea cual sea el escenario económico que venga, estaremos preparados para hacerlo razonablemente bien*

Llegados a este punto, me sorprende cuando el hecho de tener liquidez trimestral algunos "expertos" lo ven como algo negativo. La pregunta aquí es ¿si necesitas liquidez en periodos inferiores a un trimestre, donde nos dice la estadística que deberías estar invertido?

La respuesta es sencilla: letras del tesoro o depósitos.

Siguiendo con el cierre mensual, tenemos otro mes tranquilo en Icaria Patrimonio FIL y es que, como he comentado desde el inicio, la principal cualidad del fondo es otorgar tranquilidad al patrimonio.

La gran diversificación de los activos, la descorrelación entre muchos de ellos y sobre todo; la posibilidad de invertir en las mejores gestoras y fondos del mundo nos lleva a un resultado: consistencia.

Icaria Patrimonio FIL nace bajo los principios de la Cartera Permanente, que tan presentes están en mi forma de pensar y la realidad es que cuantos más años pasan más impacto tienen en mi forma de ver y gestionar las inversiones.

Hay algo tremendamente valioso que no tiene una métrica cuantitativa, y ese "algo" es la tranquilidad. Invertir de forma poco volátil, sin tener que revisar tu cartera de forma nerviosa a diario y con *drawdowns* controlados a lo largo del camino tiene un valor, que solo aquellos inversores que han invertido durante años y acumulan un patrimonio fruto de su esfuerzo, aprenden a apreciar adecuadamente.

A punto de cerrar 2025 puedo decir que ha sido uno de los años de más trabajo en mi carrera profesional pero también uno de los más apasionantes. La posibilidad de invertir en los mejores fondos del mundo como Brevan Howard, Alta Fox, Fermat y muchos más de los presentes en Icaria Patrimonio FIL es sin duda algo tremendamente motivador, que proporciona energía para trabajar de forma intensa en cada vez perfeccionar más las piezas que componen el fondo.

Como bien sabéis por los cierres anteriores, estos últimos meses han estado centrados en buscar activos realmente descorrelacionados de la renta variable. Hemos dejado de lado el análisis de activos con más beta a renta variable, en beneficio de los activos que tienen una menor relación con ella. Esto indudablemente es por nuestra visión negativa sobre el futuro económico y de los mercados. A pesar de ello como he comentado muchas veces, es fundamental estar invertido. Vivimos en un mundo donde nuestro dinero cada vez tiene menos valor, debido a los actos de los políticos y banqueros centrales, que deprecian a alta velocidad el valor de nuestro dinero y en consecuencia, nuestra capacidad adquisitiva.

Nos encontramos en un punto similar a la Cartera Permanente que, como he dicho, es mi gran inspiración. Sea cual sea el escenario económico que venga, estaremos preparados para hacerlo razonablemente bien. En caso de que la economía nos dé una sorpresa y los activos de riesgo sigan subiendo, Icaria Patrimonio lo hará razonablemente bien (como así está siendo) y en caso de vernos en un escenario de recesión económica el fondo está preparado para moderar sus caídas de forma considerable.

En conclusión, estamos con un perfil equilibrado que nos prepara para sea cual sea el escenario que venga, algo que en mi opinión y tras muchos años de aprendizaje es el camino apropiado ya que, adivinar el futuro es un ejercicio absolutamente imposible. ¿Lo importante? Estar preparados para lo que venga.

> *A cierre de noviembre, Icaria Patrimonio supera los 19 millones de euros en activos y hay 75 partícipes*

Respecto al *asset allocation,* no nos queda otro remedio que repetir, una vez más, que la liquidez está por encima del objetivo a pesar de la actividad de inversión que estamos ejecutando. El motivo es el mismo que en meses previos, y es uno que nos mantiene muy contentos y agradecidos: en noviembre Icaria Patrimonio recibió 2 millones de euros adicionales en suscripciones.

	Noviembre 2025	Objetivo
Liquidez	16%	5-10%
Private Debt	11%	10-20%
Real Asset	12%	10-20%
Hedge Funds	11%	10-15%
Private Equity	25%	20-30%
Equity Cotizado	25%	20-30%

A cierre de noviembre, Icaria Patrimonio supera los 19 millones de euros en activos y hay 75 partícipes.

> *La rentabilidad mensual fue un +0.52% para la clase A y un +0,55% para la clase I*

RENTABILIDAD EN NOVIEMBRE 2025

Entramos ya a comentar el desempeño de Icaria Patrimonio en el mes de septiembre. Incorporando las comisiones, **la rentabilidad mensual fue un +0.52% para la clase A y un +0,55% para la clase I.**

El buen comportamiento se explica, sobre todo, por la subida del oro y por varias posiciones de private equity y fondos de bolsa cotizada.

Como aclaración, las rentabilidades se presentarán tanto en euros como en divisa local excluyendo el impacto del tipo de cambio (reflejando así el desempeño subyacente de cada categoría); si no se especifica la rentabilidad sin efecto divisa, eso quiere decir que todos los activos dentro de esa categoría están denominados en euros. La rentabilidad en euros es la que impacta en el FIL.

Como apunte final, dentro de cada categoría podemos mencionar el comportamiento de alguno o algunos activos, pero no de todos los incluidos, con el fin de proteger nuestro trabajo y propiedad intelectual.

Liquidez: +0,09%

Nada destacable aquí. Los activos categorizados como Liquidez (repos y pagarés, fundamentalmente) rinden en línea con lo esperado.

Al igual que en meses previos, debido a la buena evolución en la captación la posición de liquidez se sitúa por encima de nuestro objetivo.

> *La estrategia de micropréstamos en países en desarrollo generó un 0,2%*

Private Debt: +0,24%

El fondo de *senior loans* de Blackstone (+0,4%) mejoró su resultado con respecto a la flojera de meses previos, acercándose a su media histórica de retorno mensual.

Por su parte, Horizon European Trade Finance (financiación del comercio de materias primas no perecederas) dio un 0,5%, y la estrategia de micropréstamos en países en desarrollo generó un 0,2%.

El oro fue el activo de mejor desempeño durante el mes en todo Icaria Patrimonio, con una escalada del 6,5%

Hay fondos relativamente poco correlacionados con los principales índices de bolsa

DKAM es una gestora boutique de Canadá que invierte en acciones growth de Norteamérica. Su fondo (Capital Ideas Fund) ha tenido un track record sobresaliente en términos de rentabilidad

Real Assets: +1,59%

El oro fue el activo de mejor desempeño durante el mes en todo Icaria Patrimonio, con una escalada del 6,5%. El metal amarillo ya ha dejado muy atrás su corrección del mes de octubre.

Respecto a los fondos de infraestructuras, el de Hamilton Lane avanzó un 2,1%, por encima de su media, mientras que el fondo de residencias de estudiantes arrojó, una vez más, resultados propios de un activo de renta fija tremendamente estable (+0,24%).

Hedge Funds: -0,31% (0,09% excluyendo efecto divisa)

Comportamiento ligeramente negativo, explicado sobre todo por Brevan Howard (-0,5% en dólares), donde tenemos la mayoría de la posición dentro de esta categoría. En cambio, Transtrend MultiTrend avanzó un +3,6%.

Con independencia de que los hedge funds muestren descorrelación entre ellos (lo cual desde luego es positivo), de todos esperamos que destaquen durante una corrección severa en la bolsa.

Private Equity: +0,53% (+0,71% excluyendo efecto divisa)

Tono ligeramente negativo en nuestros fondos europeos, pero desempeño excelente en la exposición a EEUU, a pesar del viento en contra del tipo de cambio.

Renta Variable cotizada: +0,55% (+0,82% excluyendo efecto divisa)

Como en meses previos, comportamiento muy dispar entre fondos. Hay que tener en cuenta que se trata de estrategias de inversión activa, estando algunas carteras muy concentradas en pocos valores en los que el gestor tiene una altísima convicción. Esto quiere decir que hay fondos relativamente poco correlacionados con los principales índices de bolsa.

En el mes, Laughing Water siguió avanzando en su proceso de recuperación de pérdidas previas, con un +7,7% en dólares, mientras que Sohra Peak dio un +5,4%. En el lado negativo destacan Turtle Creek (-5,6%) y Voss (-4,0%).

ACTIVOS ANALIZADOS

A continuación se ofrece una pequeña muestra del trabajo que hacemos para mejorar continuamente la composición de Icaria Patrimonio FIL. En esta sección comentamos algunos fondos analizados como potenciales candidatos, razonando por qué encajan en la cartera o por qué, según nuestro criterio, deberían ser rechazados.

DKAM Capital Ideas Fund

DKAM es una gestora boutique de Canadá que invierte en acciones growth de Norteamérica. Su fondo (Capital Ideas Fund) ha tenido un track record sobresaliente en términos de rentabilidad, pero no es apto para estómagos delicados, ya que perdió un 66% entre finales de 2021 y finales de 2023, coincidiendo con la subida de tipos. Un comportamiento esperable en una estrategia muy sensible a los tipos de interés, como son las acciones de crecimiento. También influye el apalancamiento del fondo (20% de la cartera son cortos, que permiten invertir más en la parte larga).

> *De entrada, DKAM es un fondo que nos interesaba porque aporta un componente growth a la estrategia de renta variable, asumiendo que el FIL puede destinar parte de la cartera a fondos volátiles como éste. Sin embargo, al final lo hemos descartado por motivos que no tienen que ver con el track record ni con la estrategia*

> *Con este caso pretendemos ofrecer un ejemplo de aspectos cualitativos dentro de nuestro trabajo de analizar fondos. No todo son track records, correlaciones y comisiones*

Lo cierto es que ya ha recuperado casi todo el terreno perdido. Su rentabilidad anualizada desde inicio (2008) es del 11,5%, pero en 2008-2021 (antes de la caída) fue del 17%.

De entrada, DKAM es un fondo que nos interesaba porque aporta un componente growth a la estrategia de renta variable, asumiendo que el FIL puede destinar parte de la cartera a fondos volátiles como éste. Sin embargo, al final lo hemos descartado por motivos que no tienen que ver con el track record ni con la estrategia.

En todos los fondos que analizamos hacemos el sano ejercicio de buscar información negativa de sus responsables en internet, tanto de la sociedad gestora como de las personas concretas que están a los mandos. En el caso de DKAM nos encontramos con algo un poco inquietante. La gestora hizo un partnership en 2011 con un gestor de EEUU para replicar la estrategia del Capital Ideas Fund en este país. Recordemos que el fondo es canadiense, no comercializable en EEUU. El gestor de EEUU creó un fondo "gemelo" disponible para inversores estadounidenses y delegó en DKAM la gestión de la cartera, ocupándose él de la monitorización y gestión de la liquidez. En 2015 este acuerdo de gestión delegada se terminó, y en 2017 se descubrió que el gestor de EEUU había estado desviando dinero del fondo y falseado las cuentas.

Hubo algunas acusaciones contra DKAM, pero finalmente no se probó ningún delito por parte de la gestora canadiense. La versión que prevaleció es que DKAM no gestionaba la liquidez del fondo gemelo y por tanto no era conocedora de los movimientos de dinero que hacía el gestor de EEUU.

Aunque no hubo ninguna condena para DKAM y en principio esto no afecta a la estrategia del fondo, creo que estamos todos de acuerdo en que invertiríamos más tranquilos si no hubiera sucedido este episodio, y en que la sospecha siempre va a quedar ahí. La pregunta aquí es: ¿merece la pena aceptar esa "mancha" en el historial de DKAM a cambio de acceder al fondo? Nuestra opinión es que no. No es el único fondo de acciones growth disponible para invertir, y su track record no es el mejor, con una caída muy fuerte que ha diluido notablemente su rentabilidad anualizada desde inicio.

Puede que estemos siendo injustos con unos gestores que no hicieron nada malo. Pero se puede decir que no hicieron el debido trabajo de proteger su propia reputación a la hora de decidir con quién aliarse en EEUU. En cualquier caso, nuestra prioridad son los partícipes de Icaria Patrimonio, y no tenemos ninguna necesidad de invertir el dinero ahí.

Con este caso pretendemos ofrecer un ejemplo de aspectos cualitativos dentro de nuestro trabajo de analizar fondos. No todo son track records, correlaciones y comisiones.

Allianz Working Capital (ALWOCA)

FALWOCA es una estrategia de crédito con duración muy corta que invierte en instrumentos que financian el capital circulante y contratos comerciales de empresas (desde pymes hasta grandes corporaciones) dentro de la cadena de suministro global.

Es un fondo cuyo mínimo de inversión es de 5 millones de euros, con inversores de corte institucional como fondos de pensiones, aseguradoras y family offices y con un capital bajo gestión de unos 1.100 millones de euros.

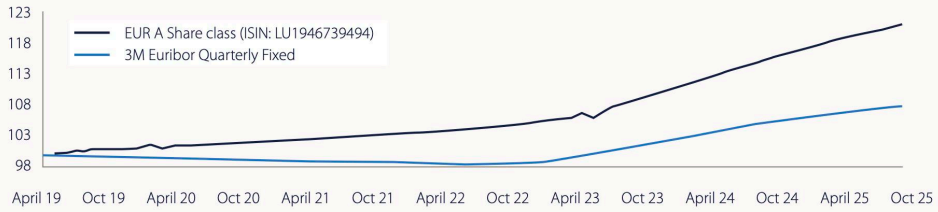
Invierte principalmente en derechos de cobro contra empresas (facturas). Estos activos suelen ser de muy corto plazo y auto-liquidables, lo que significa que tienden a liquidarse a medida que las transacciones comerciales se completan y las empresas reciben pagos. Además del plazo corto, otro elemento que mitiga el riesgo de crédito es que los activos que adquiere el fondo tienen prelación, no de iure pero si de facto, frente al resto de acreedores.

Esto es así porque los deudores suelen dar prioridad al pago a sus proveedores, para que éstos no dejen de prestar el servicio y así la empresa pueda seguir funcionando.

Debido a que los activos tienen un plazo muy corto (plazo medio de 95 días), no existe riesgo de tipos de interés, además de que la cartera tiene una elevada liquidez, a diferencia de otros nichos del crédito privado. Y es que en sólo 3 meses la mayor parte de la cartera se convierte en cash, debido a los vencimientos.

El resultado de estos factores es una curva de rentabilidad casi tan suave como la del Euribor, pero con un diferencial de rentabilidad anual de 180pb. Nos parece que el fondo tiene un claro encaje en la cartera de Icaria Patrimonio, en su parte más conservadora.

Cumulative net returns since inception (A-EUR)



Fuente: Allianz Global Investors

Hasta aquí nuestro comentario mensual de Icaria Patrimonio FIL relativo al mes de noviembre. Aprovecho para desear un feliz año 2026 a todos los partícipes y, una vez más, agradecer la confianza depositada en este proyecto. Seguiremos trabajando con disciplina y transparencia.

El fondo Icaria PATRIMONIO FIL FI (ISIN ES0147415006) es un fondo inscrito en el registro de la CNMV con el número: 131 y con fecha de inscripción: 04/04/2025 en la categoría de Fondos de Inversión Global. Nivel de riesgo es 6/7 (siendo 7 riesgo muy alto). El Fondo está gestionado por Andbank Wealth Management SGIIC, S.A (Grupo Andbank). La entidad depositaria del fondo es Banco Inversis S.A. y la firma auditora del mismo es Capital Auditors and Consultants SL. El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de Icaria Capital Cartera Permanente FI. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral y trimestral, reglamento de gestión y CCAA). Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la página web de la gestora Andbank Wealth Management, SGIIC, S.A.U https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos/ y en la página web de la CNMV: https://www.cnmv.es La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en https://www.andbank.es.

Andbank Wealth Management, S.G.I.I.C., S.A.U. • CIF: A-78567153 • Calle Serrano, 37 - 1ª • Registro Mercantil de Madrid: Tomo 31.045, Folio 5, Sección 8ª, Hoja M-558.774 • Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV: nº 237

Comentario a cierre de noviembre

https://www.youtube.com/watch?v=90Kc4O2NNOk

/IcariaPatrimonio

Inicio y éxito de Icaria Patrimonio: 19M€ en 5 meses

Cerramos el mes de noviembre con 19 millones de euros bajo gestión, lo cual es un éxito tremendo para llevar apenas cinco meses. Así que estamos muy contentos con la confianza de la gente y de que les haya encajado en sus carteras **un producto único en el panorama español.**

Inversión sin conflictos de interés ni sesgos bancarios

Icaria Patrimonio FIL nace con una estrategia y un asset allocation que nadie nos impone. Tengo la suerte de trabajar en Andbank Wealth Management, donde estoy encantado. Al contrario de lo que puede suceder en otros bancos, donde muchos fondos se crean con una clara tendencia de decirte dónde y cómo debes invertir, con Icaria Patrimonio FIL eso no sucede. Este FIL es lo que creemos que debe ser, sin ningún sesgo y sin ningún conflicto de interés.

Tenemos **libertad absoluta** para invertir en las categorías de activos y fondos que nosotros creamos que son las más apropiadas, sin que nadie nos diga nada. Esto, que

puede parecer muy evidente, puedo garantizar que es algo único y por lo que estamos muy agradecidos. **La composición de Icaria Patrimonio FIL es la que creemos ideal para un inversor de perfil moderado.** Por eso tenemos tan buena acogida, porque no hay tantos fondos en el mercado que ofrezcan un buen comportamiento en las subidas, y que también tengan una especial protección para cuando vengan mal dadas, que en algún momento vendrán. Por eso la gente está confiando tanto en el FIL.

Estrategia de protección: Filosofía de Cartera Permanente

Después de muchos años, esta filosofía es la que más ha calado en mi forma de entender la economía y en mi forma de gestionar un fondo. A pesar de que mi visión sobre la economía y sobre los activos de riesgo es claramente negativa, y nunca lo he ocultado, nuestro posicionamiento es neutral, como una Cartera Permanente.

Si los activos de riesgo suben, nosotros lo haremos razonablemente bien, y así está siendo. Y si nos encontramos con un shock o con caídas fuertes, nosotros lo haremos razonablemente bien, en relativo. Lo cual **no supone que si la bolsa cae un 60%, nosotros vayamos a subir.** Ese escenario no existe, no es lo que se busca. Sin embargo, si la bolsa cae un 50%, nosotros caeremos muchísimo menos, así que lo estaremos haciendo razonablemente bien, en relación a la renta variable. Mantenemos filosofía Cartera Permanente, en cualquiera de los escenarios posibles, lo haremos razonablemente bien. Es el mayor aprendizaje profesional que he tenido en mi carrera.

Otra paradoja que nos comentan los partícipes es que al tener el Valor Liquidativo mensual, no están tan nerviosos, porque no están consultando el precio todos los días. Es una sensación más cómoda, más llevadera, que realmente lo están valorando positivamente. Y no sólo los partícipes. Yo, como gestor, la parte emocional y humana es imposible omitirla.

Psicología inversora: La ventaja de la liquidez mensual

Es llamativo como mucha gente dice que es un fondo más ilíquido porque tiene reembolsos trimestrales. A mí esto me sorprende enormemente, porque **siempre que inviertas en renta variable, tu horizonte temporal debería ser de al menos 5-10 años**, porque tras los periodos de shock, de crisis, es lo que tardan en recuperar, por término

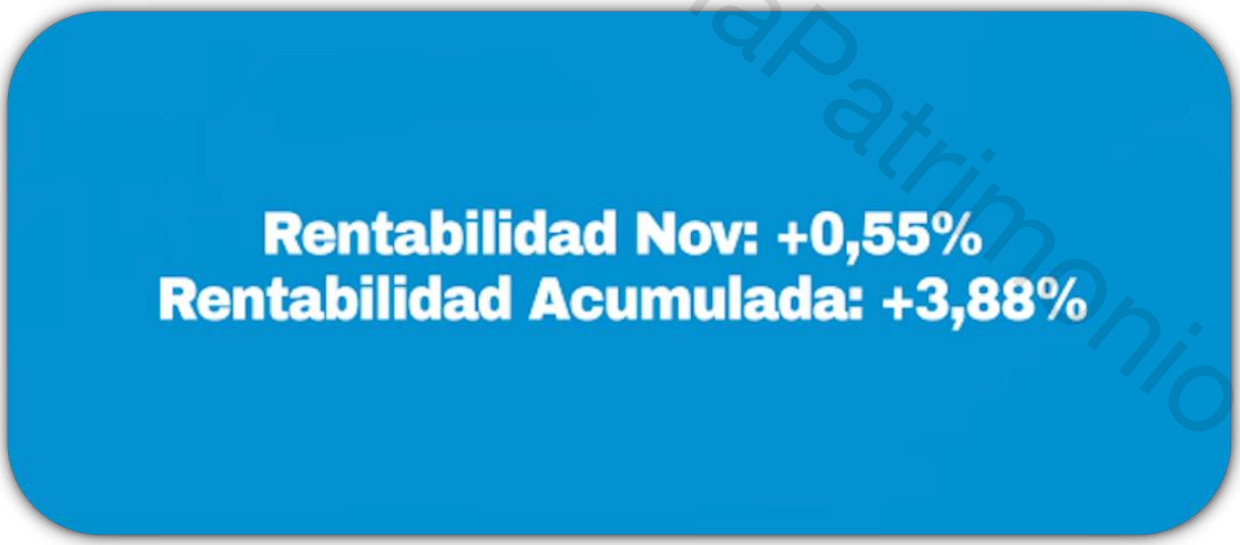
https://t.me/icariapatrimonio

medio. Entonces, tu periodo de inversión no debería de ser en ningún caso inferior a ese, a pesar de que ha habido crisis que incluso han tardado 30 años en recuperarse.

Entonces cuando me mencionan de modo negativo la liquidez de reembolso trimestral, pienso que **si tu horizonte de inversión no es al menos trimestral, es que deberías limitarte a un fondo monetario**, y ya. Esta es la realidad, y lo que todo el mundo debería de interiorizar. También desde el punto de vista del comportamiento, del "*behavioral finance*", es muchísimo mejor los liquidativos mensuales. Ya llevo trabajando con ellos, incluso con liquidativos trimestrales, hace muchos años en los *Family Office*.

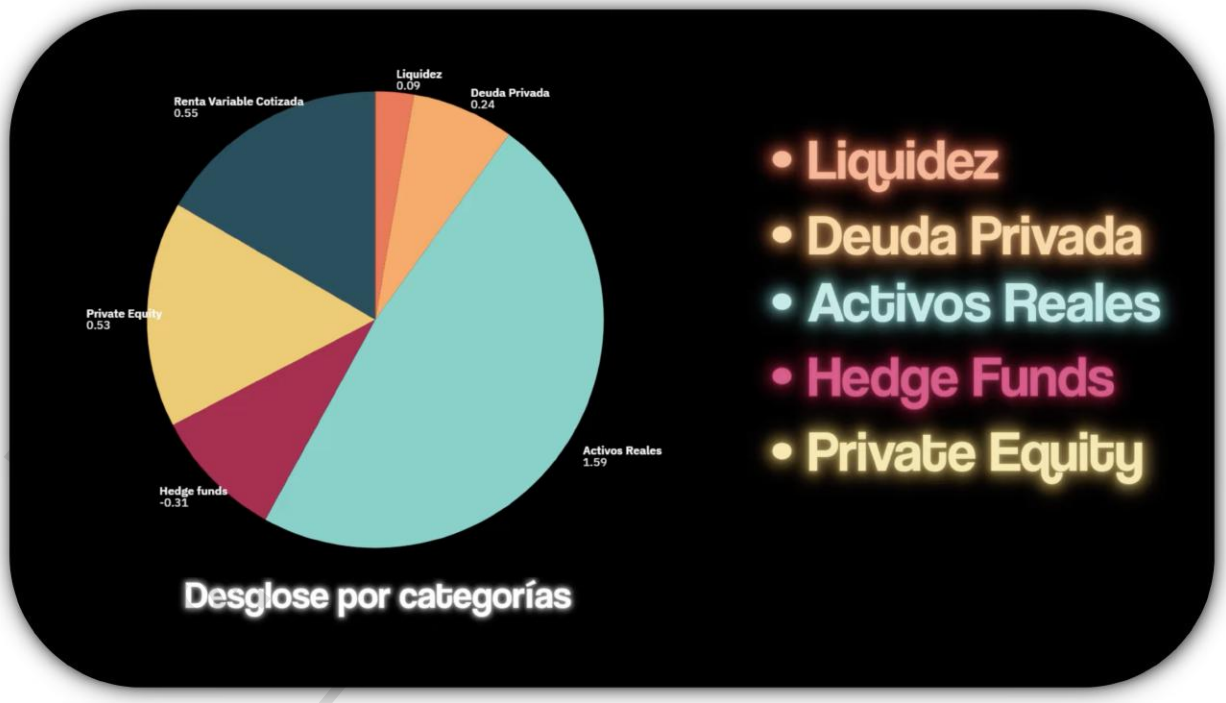
Eso hace que te comportes muchísimo mejor, porque incluso aunque seas gestor profesional, si una de las categorías de activos está sufriendo con muchísima fuerza y lo estás viendo diariamente, termina por influirte. A nivel particular es incluso peor. Así que tener liquidativos mensuales hace que te acostumbres, por necesidad, a que no es necesario mirar tus inversiones todos los días, y probablemente impacte de forma positiva en tu comportamiento como inversor. Al menos a mí, como gestor, me ha impactado a lo largo de los años de forma positiva, como indico.

Resultados de noviembre y rentabilidad por categorías



En cuanto a noviembre, la rentabilidad ha sido buena, en línea con otros meses. Ha sido de en torno a un 0,5-0,6%, si no recuerdo mal. Debe de rondar, en torno al 4% de rentabilidad en cinco meses. En línea con lo esperado. Un comportamiento tranquilo y estable. Eso es lo que se espera de este perfil de fondos.

https://t.me/icalaPatrimonio



Vamos a analizarlo por categorías. **Icaria Patrimonio FIL** está diversificado en diferentes categorías, de la forma más óptima posible. Tenemos **Liquidez**, que se ha comportado con una rentabilidad positiva de un +0,09%, **Deuda Privada** nos ha otorgado un +0,24%, con activos de primer nivel como Blackstone Senior Loan u Horizon Capital en Trade Finance. **Activos reales** ha hecho +1,59%, donde otra vez el oro y los fondos que tenemos de infraestructuras lo han hecho muy bien. GSA Coral, de residencias de estudiantes, en su línea de siempre, parece un bono de Investment Grade de corto plazo.

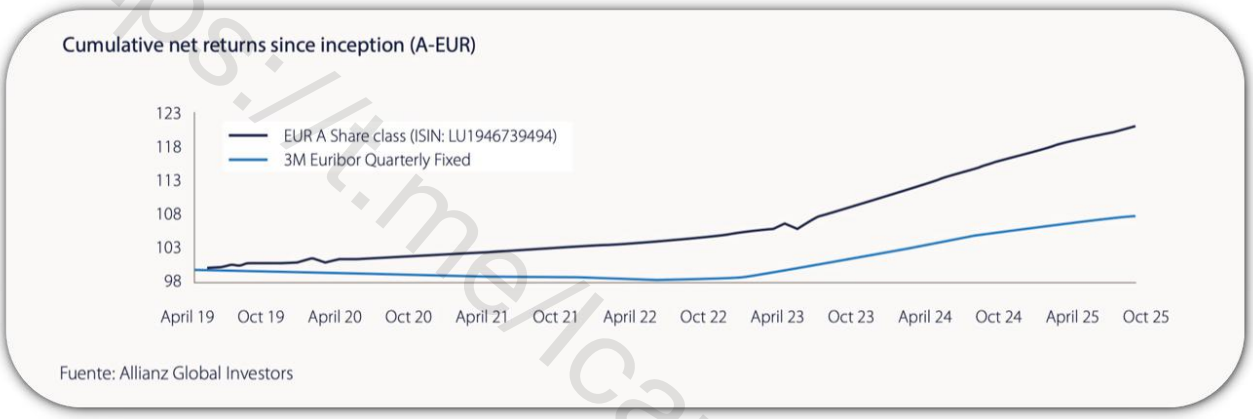
La parte de **Hedge Funds**, que ha tenido un mal año, ha dejado un mal mes, con un -0,31% incluyendo el efecto divisa. Esta parte ya sabemos que va por su propio camino, no tiene mucho que ver con el resto de categorías, por lo que es normal ver la mayoría de categorías subiendo y está cayendo. En otros momentos puede ser al contrario, que es precisamente lo que buscamos.

La parte de **Private Equity** nos ha dado un +0.53%, en línea con el resto de meses. y la parte de Renta Variable cotizada nos ha dado un +0.55%. La parte de Renta Variable cotizada sí que me atrevo a decir que para diciembre nos dará sorpresas muy positivas. Los resultados, que ya están disponibles porque es cotizada, han sido muy buenos. Creo que ha sido el mejor mes en esa categoría desde que ha salido Icaria Patrimonio FIL.

t.me/IcariaPatrimonio

Siempre se relaciona a Icaria Patrimonio FIL con Private Equity, de forma un poco errónea, que parte del desconocimiento. Private Equity es sólo una categoría de Icaria Patrimonio, no es el fondo. **A cierre de noviembre** teníamos aproximadamente un 15% de liquidez, un 11% en Deuda Privada, que no está ligada a Private Equity (son activos con colateral, no respaldados por Private Equity). La parte de Activos Reales (infraestructuras, oro y residencias de estudiantes), un 12%. Hedge Funds pesa, a cierre de noviembre, un 11%. Private Equity pesa un poco por encima del 20% y Renta Variable en torno a un 25%. Y eso nos deja el total del fondo, agregado en estas categorías.

Actualización de cartera: Allianz ALWOCA



Actualmente, tenemos Liquidez en torno al 8%, renta fija, (Cat Bonds y deuda frontera), en torno al 10%. Deuda privada en torno a un 13%, porque hemos invertido en un nuevo activo. Hemos invertido en Allianz ALWOCA, un fondo tremendamente interesante, **con un mínimo de inversión de 5 millones**. Financia compañías en su mayoría cotizadas, financiando su working capital, es decir, hace préstamos a 90 días. Esto es muy interesante, porque el riesgo de duración es cero. Al ser 90 días, son préstamos a muy corto plazo, y financia facturas, lo cual convierte que su deuda sea autoliquidable. En cuanto se paga la factura, se liquida automáticamente la deuda, ni siquiera la tiene que pagar la empresa. Esto es muy interesante. Lo que nosotros hemos analizado en profundidad es que **convierte esta tipología de fondo en un riesgo muy por debajo de lo que sería un bono de renta fija corporativa**. ¿Por qué? Porque lo último que deja de pagar una empresa es a los proveedores, las facturas, porque lo necesita para funcionar. Es la parte que tiene menos riesgo de default. De hecho, **el default histórico de esta categoría de activo en Europa está por debajo del 1%**, que es la parte que importa. Sí que es cierto que es un fondo que al ser tan conservador, su perspectiva de rentabilidad

https://t.me/IcariaPatrimonio

después de comisiones es de un 4%. No es la parte más atractiva en cuanto a rentabilidad, pero nos da una consistencia muy elevada. Las comisiones de Allianz ALWOCA, si no recuerdo mal, eran de en torno al 0,5% por invertir en un vehículo de nicho, que es muy interesante.

Luego tenemos en Hedge Funds en torno al 10% actualmente, en Activos Reales en torno al 12%, en Private Equity en torno al 20% y en Renta Variable en torno a un 25%. Esa es la composición actual. Con la Liquidez por debajo del 10%, y seguirá bajando. Espero que a cierre de diciembre estemos en torno a un 7% y para el cierre de enero, en torno a un 4-5%, más o menos.

Así que ya estamos prácticamente donde queremos estar. Ha costado unos meses, pero a partir de aquí ya será todo muchísimo más sencillo . Esa es la situación actual.

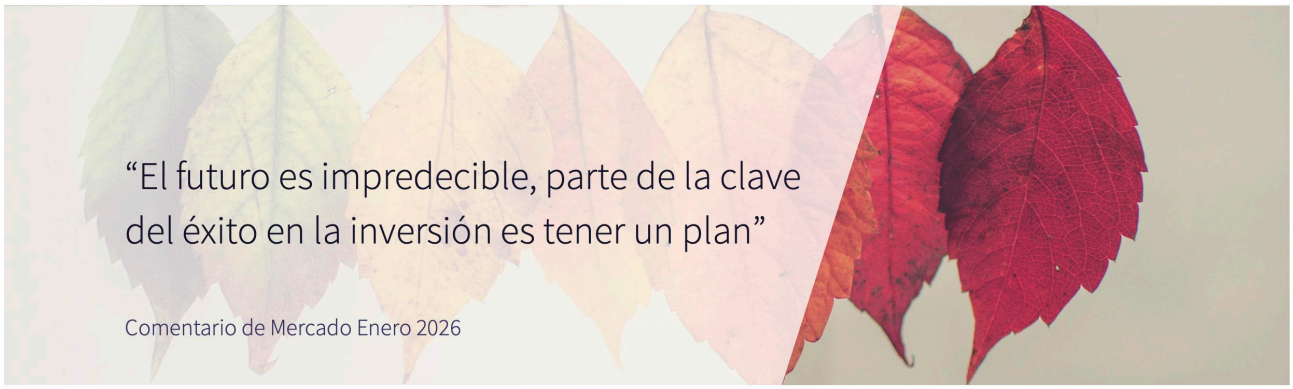
Futuros mínimos de entrada y próximos pasos

Más adelante **se podrá invertir a partir de 50.000 €**, ya iremos informando de los tiempos. Recomendamos leer las cartas mensuales y las cartas trimestrales, porque hay muchísima información interesante. Y cualquier duda que tengáis, nos podéis contactar en redes o por email a carlos.santiso@icariacapital.es

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio, FIL

Carta mensual - diciembre 2025



“El futuro es impredecible, parte de la clave del éxito en la inversión es tener un plan”

Comentario de Mercado Enero 2026

> *Icaria Patrimonio es un fondo que invierte en mercados cotizados y mercados privados bajo el modelo Endowment*

> *Diciembre ha sido bueno, con una rentabilidad positiva del 0,42% en la clase I y del 0,40% en la clase A*

Icaria Patrimonio es un fondo que invierte en mercados cotizados y mercados privados bajo el modelo Endowment. Es importante señalar que Icaria Patrimonio no tiene una limitación por parte de la gestora, ni por parte del vehículo, para invertir en mercados de renta variable, renta fija, *high yield*, privados, *hedge funds*, o cualquier otra categoría de activo. El FIL puede invertir en la categoría de activo que considere más apropiada en cada momento.

Este hecho es importante, ya que cuando estás anclado a un perfil de activo, tu conflicto de interés es importante e intentarás argumentar que esa categoría de activo es la mejor en detrimento del resto. Tenemos la gran suerte de tener flexibilidad, primero porque Andbank cree en la gestión de autor, y segundo porque un FIL (Fondo de Inversión Libre) es un perfil de vehículo flexible. En definitiva, Icaria Patrimonio FIL tiene la composición que considero ideal, sin ningún conflicto de interés ni sesgo. Un equilibrio entre el mundo cotizado, con su volatilidad y liquidez, y el mundo privado, con su prima de rentabilidad, menor volatilidad y mayor iliquidez.

Cerramos el año 2025 en Icaria Patrimonio FIL. No ha sido un año completo, dado que empezamos en la segunda mitad de 2025. Estos meses han sido los de más trabajo desde que se creó Icaria Patrimonio. Diría también que han sido los meses más intensos de mi carrera profesional, que ya va camino de los 15 años en mercados financieros. Esto, por lo tanto, significa que tengo mucho que contaros.

Para empezar, diciembre ha sido bueno, con una rentabilidad positiva del 0,42% en la clase I y del 0,40% en la clase A. El patrimonio bajo gestión a cierre de año era cercano a los 20 millones de euros.

Ahora vamos con lo importante. Estos últimos meses he estado viendo señales de alerta en prácticamente todas las categorías de activos. Se juntan varias condiciones que pueden afectar (y están afectando) a los mercados financieros.

Entre 2015 y 2021 pasó algo inusual en la economía mundial. Los bancos centrales, preocupados primero por las secuelas de la crisis de 2008 y luego por la pandemia, bajaron los tipos de interés al 0%. En algunos países europeos llegaron incluso a ser negativos. Pedir dinero prestado era extraordinariamente barato.

Las empresas hicieron lo que cualquiera haría en esas circunstancias. Se endeudaron masivamente. Algunas para comprar otras empresas, otras para recomprar sus propias acciones, otras simplemente porque el dinero estaba ahí y no costaba casi nada. El volumen de deuda corporativa emitida en esos años alcanzó cifras históricas.

> *En 2022 la Reserva Federal empezó a subir tipos de interés a un ritmo que no se veía en cuarenta años. El Banco Central Europeo hizo lo mismo. De repente, el dinero dejó de ser gratis*

En 2022 todo cambió. La Reserva Federal empezó a subir tipos de interés a un ritmo que no se veía en cuarenta años. El Banco Central Europeo hizo lo mismo. De repente, el dinero dejó de ser gratis.

Aquí es donde entra el problema de los vencimientos. La mayoría de aquellos préstamos se firmaron con plazos de entre cinco y seis años. Si haces las cuentas, cinco años después del pico de endeudamiento te lleva directamente a 2026. Siete años te lleva a 2028. En otras palabras, una cantidad enorme de deuda tiene que renovarse o devolverse precisamente ahora y en los próximos dos años.

Durante 2024 y 2025, muchos bancos y empresas intentaron ganar tiempo. El préstamo vencía y, en lugar de refinanciarlo de verdad, simplemente lo extendían un par de años a cambio de pagar un tipo de interés más alto. Problema resuelto, pensaban. Pero no resolvieron nada. Solo aplazaron la decisión. Toda esa deuda extendida vence ahora, concentrando aún más el problema en 2026 y 2027.

Las empresas que van ahora a renovar sus préstamos se encuentran con dos sorpresas desagradables. La primera es que el nuevo tipo de interés es el doble o el triple del que tenían. La segunda es que, si el préstamo estaba respaldado por un activo, digamos un edificio de oficinas, ese activo ahora vale menos. El banco ya no les presta la misma cantidad. Necesitan poner dinero de su bolsillo solo para mantener lo que ya tenían.

> *En Icaria Patrimonio somos conscientes de ello y es el motivo por el que la categoría reina en deuda privada: Direct Lending, tiene una presencia del 0% en nuestra cartera a cierre de diciembre*

En Icaria Patrimonio somos conscientes de ello y es el motivo por el que la categoría reina en deuda privada: Direct Lending, tiene una presencia del 0% en nuestra cartera a cierre de diciembre. Toda exposición a deuda privada se hace mediante una diversificación extrema y con activos reales como colateral para proteger el préstamo.

Los vencimientos de deuda de estos años no afectan solo a la deuda, sino a todos los activos. No nos olvidemos que el mundo de la deuda tiene una conexión directa con el mundo de la bolsa, a fin de cuentas, prestar dinero a una empresa es algo fundamental para que esta sobreviva y sea capaz de devolverlo también. Ante impagos la empresa quiebra, si cotiza en bolsa eso significa una pérdida terminal y si eres bonista significa una pérdida relevante (depende de las tasas de recuperación).

En el private equity existe también una situación que es fundamental identificar. Los fondos de private equity que compraron empresas entre 2020 y 2021 pagaron precios muy altos, en algunos casos un veinte o treinta por ciento por encima de lo normal. La media histórica está en torno a 9-10 veces EBITDA y en 2021 se hacían transacciones a 13 veces EBITDA, lo cual es una prima del 30%. A pesar de estar pagándose "caro", esta prima es inferior a la que actualmente cotiza el S&P500 o MSCI World respecto a su prima histórica. Estas compras se hicieron pensando que podrían vender aún más caro unos años después. Pero cuando subieron los tipos, los precios de las empresas no subieron, bajaron.

> *En Icaria Patrimonio tenemos la filosofía de proteger al máximo a los partícipes*

En Icaria Patrimonio somos conscientes de ello y es por eso que nuestra exposición a compañías adquiridas antes de 2022 es muy reducida. La mayor parte de la categoría de Private Equity de Icaria Patrimonio tiene exposición a compañías adquiridas de 2022 en adelante, permitiendo que esas adquisiciones se hayan realizado a múltiplos razonables. De nuestra exposición a Private Equity el fondo que tiene más compañías adquiridas en 2021 o años de mayor optimismo es Partners Group, motivo por el cual hemos reducido nuestra exposición al mismo en posición de esperar y observar. A pesar de ello, nos hemos reunido con el equipo y somos optimistas para este 2026 pero, en Icaria Patrimonio tenemos la filosofía de proteger al máximo a los partícipes.

> *Los datos históricos reflejan que comprar a buen precio en Private Equity es importante*

Quiero resaltar que esta parte es muy importante en nuestro día a día: analizar los riesgos que hay en el mercado y plasmarlos en una cartera diversificada que sea robusta y eficiente.

Los datos históricos reflejan que comprar a buen precio en Private Equity es importante. Cuando se analizan décadas de rentabilidades en private equity, aparece un patrón que se repite una y otra vez. Los fondos que compraron cuando todo estaba caro tuvieron retornos mediocres. Los fondos que compraron cuando todo estaba barato tuvieron retornos excelentes. Y lo más llamativo, incluso los peores fondos que compraron barato superaron a los mejores fondos que compraron caro. El precio al que entras importa más que casi cualquier otra cosa.

Esto crea una situación curiosa. Los mismos factores que están causando problemas a unos están creando oportunidades para otros. Los fondos que invirtieron en el pico ahora tienen que gestionar carteras compradas a precios excesivos. Pero los fondos que están invirtiendo ahora pueden comprar las mismas empresas mucho más baratas.

También están apareciendo oportunidades interesantes. Hay empresas que funcionan perfectamente bien, pero cuyos dueños actuales no pueden o no quieren poner más dinero para refinanciar la deuda. Para alguien que entra ahora con capital fresco, son negocios buenos a precios de saldo.

La lección de fondo es sencilla, aunque difícil de aplicar en la práctica. En inversión, el precio al que compras determina en gran medida lo que puedes ganar después. Cuando todo el mundo está entusiasmado y los precios reflejan ese entusiasmo, probablemente no es buen momento para comprar. Cuando hay miedo y los precios reflejan ese pesimismo, probablemente sí lo es. Los fondos que invirtieron en el pico de euforia van a pasar años gestionando las consecuencias. Los que están invirtiendo ahora podrían acabar teniendo algunos de los mejores resultados de la década.

> *En inversión, el precio al que compras determina en gran medida lo que puedes ganar después*

Respecto al asset allocation, no nos queda otro remedio que repetir, una vez más, que la liquidez está por encima del objetivo a pesar de la actividad de inversión que estamos ejecutando. El motivo es el mismo que en meses previos, y es uno que nos mantiene muy contentos y agradecidos: en diciembre Icaria Patrimonio recibió cerca de medio millón de euros adicionales en suscripciones.

He de señalar que me considero afortunado de poder diversificar mi patrimonio y el de los partícipes a través de todas las categorías posibles que podemos encontrar en los mercados financieros. Cada una de ellas aporta aspectos diferentes a la cartera de Icaria Patrimonio, consolidando una cartera robusta y rentable.

Hemos añadido la categoría renta fija, donde van incluidos nuestros fondos con exposición a Cat-bonds y a deuda frontera en divisa local:

	Diciembre 2025	**Objetivo**
Repo y Pagarés	15%	5-10%
Cat Bonds y Frontera	10%	5-10%
Private Debt	11%	10-20%
Real Asset	10%	10-20%
Hedge Funds	10%	10-15%
Private Equity	21%	20-30%
Equity Cotizado	23%	20-30%

La rentabilidad mensual fue un +0.40% para la clase A y un +0,42% para la clase I de Icaria Patrimonio

El buen comportamiento se explica, sobre todo, por la subida activos reales, deuda privada y sobre todo por nuestra exposición a hedge funds de equity como Alta fox y Sohra Pea

El oro tuvo un mes positivo, continuando su escalada

RENTABILIDAD EN DICIEMBRE 2025

Entramos ya a comentar el desempeño de Icaria Patrimonio en el mes de diciembre. Incorporando las comisiones, **la rentabilidad mensual fue un +0.40% para la clase A y un +0,42% para la clase I.**

El buen comportamiento se explica, sobre todo, por la subida de activos reales, deuda privada y, sobre todo, por nuestra exposición a hedge funds de equity como Alta fox y Sohra Peak.

Como aclaración, las rentabilidades se presentarán tanto en euros como en divisa local, excluyendo el impacto del tipo de cambio (reflejando así el desempeño subyacente de cada categoría); si no se especifica la rentabilidad sin efecto divisa, eso quiere decir que todos los activos dentro de esa categoría están denominados en euros. La rentabilidad en euros es la que impacta en el FIL.

Como apunte final, dentro de cada categoría podemos mencionar el comportamiento de alguno o algunos activos, pero no de todos los incluidos, con el fin de proteger nuestro trabajo y propiedad intelectual.

LIQUIDEZ: +0,15%

Nada destacable aquí. Los activos categorizados como Liquidez (repos y pagarés, fundamentalmente) rinden en línea con lo esperado.

Al igual que en meses previos, debido a la buena evolución en la captación, la posición de liquidez se sitúa por encima de nuestro objetivo.

PRIVATE DEBT: +0,4%

El fondo de *senior loans* de Blackstone (+0,35%) en línea con otros meses previos.

Por su parte, Horizon European Trade Finance (financiación del comercio de materias primas no perecederas) dio un 0,5%, y la estrategia de micropréstamos en países en desarrollo generó un 0,63% por encima de su media los últimos meses.

REAL ASSETS: 0,49%

El oro tuvo un mes positivo, continuando su escalada. Tras un rally importante, la compra ha llegado a tener un peso importante que hemos aprovechado para recortar a finales de 2025, volviendo al 3% original. Mantendremos de forma estructural oro, pero sin que llegue a tener un peso superior al 5%.

Respecto a los fondos de infraestructuras, el de Hamilton Lane retrocedió un 0,31%, mientras que el fondo de residencias de estudiantes afloró rentabilidad negativa tras ajustes que explicamos al final de la carta, cuyo impacto no será relevante para Icaria Patrimonio FIL.

HEDGE FUNDS: -0,11% (0,60% EXCLUYENDO EFECTO DIVISA)

Comportamiento ligeramente negativo, explicado sobre todo por Brevan, donde tenemos la mayoría de la posición dentro de esta categoría. En cambio, Transtrend MultiTrend sigue recuperando bien.

Con independencia de que los hedge funds muestren descorrelación entre ellos (lo cual desde luego es positivo), de todos esperamos que destaquen durante una corrección severa en la bolsa.

Destaca por encima de todos Sohra Peak con una rentabilidad en diciembre del 11%

PRIVATE EQUITY: -0,52% (-0,10% EXCLUYENDO EFECTO DIVISA)

Los fondos han tenido una rentabilidad positiva o flat, pero el impacto divisa deja el mes en negativo. La lectura este año es similar a la de invertir en el S&P500, las rentabilidades en dólares han sido casi de doble dígito o de doble dígito en algunos casos, pero la contribución del dólar les ha dejado en una rentabilidad para 2025 más contenida. Parte del proceso y del largo plazo.

RENTA VARIABLE COTIZADA: +2,09% (+2,89% EXCLUYENDO EFECTO DIVISA)

Este ha sido un mes donde, a pesar de que el MSCI World no lo ha hecho bien, nuestros fondos de renta variable que tienen foco en small caps sí lo han hecho bien. Destaca por encima de todos Sohra Peak con una rentabilidad en diciembre del 11%, su nueva posición en d-box ha sido un contribuidor notable en ello.

ACTIVOS ANALIZADOS

Como he comentado los meses de diciembre y enero han sido tremendamente activos. Hemos aprovechado para reunirnos con los equipos gestores de todos los fondos presentes en cartera para monitorizar la situación actual. Tras todas las reuniones, me muestro optimista por la situación de la cartera y sobre todo satisfecho del trabajo realizado para componer el Asset Allocation de Icaria Patrimonio FIL.

Uno de los fondos donde ha habido novedades relevantes es GSA Coral. Desde el año 2022, los fondos con vinculación al mercado inmobiliario han tenido importantes caídas. El índice cotizado de REIT de Vanguard llegó a caer desde máximos un 30% y acumula una caída del 25% en euros. El fondo inmobiliario insignia de Blackstone cayó más de un 20% desde máximos y lo mismo sucede con el de UBS. En resumen, el inmobiliario ha sufrido. A pesar de esta situación GSA Coral se ha mantenido sólido sin sufrir en valoraciones.

Históricamente GSA Coral mantenía una exposición a activos core del 75% y a activos Value-add del 25%

Todos los años en diciembre las principales casas del mundo de valoración de inmuebles realizan la valoración pertinente de los activos de GSA Coral. Un entorno de subidas de tipos de interés impacta a la baja en el valor de los activos y ese es el motivo por el que los fondos que citaba previamente han sufrido tanto. En cambio GSA Coral ha conseguido neutralizar ese efecto por medio de subidas en las rentas durante todos estos años. Tras muchos años de subidas y unos tipos de interés que se mantienen elevados, el margen para subidas que neutralicen el impacto de estos tipos de interés es bajo y es por ello que GSA Coral ha tenido un ajuste en euros de algo menos del 10%.

En Icaria Patrimonio éramos conscientes de la situación del mercado inmobiliario, y aunque considerábamos que un escenario adverso no era el camino más probable, nuestra posición en GSA Coral está por debajo del 3% y, por lo tanto, su impacto sobre la cartera es mínimo.

Considero que han tomado buenas decisiones en el pasado. Históricamente GSA Coral mantenía una exposición a activos core del 75% y a activos Value-add del 25%. Un activo core digamos que es como comprar un piso que no necesita reforma y tiene su alquiler garantizado, y un activo value-add es como comprar un inmueble que requiere de una reforma para conseguir un alquiler garantizado.

Tras el COVID y 2022 GSA Coral decidió reducir a su mínimo histórico su exposición a Value-add lo cual le ha permitido navegar por uno de los posibles escenarios más adversos.

Con la situación de vencimientos de deuda que comentaba al inicio de la carta mensual, es un buen momento para realizar compras, por lo que GSA Coral se encuentra en una fase avanzada para vender su activo más core: Irlanda. Este activo representa el 30% de los

activos de GSA Coral y le permitirá reciclar ese capital en oportunidades que puedan arrojar un retorno más interesante que los activos core.

Como conclusión decir que la diversificación de Icaria Patrimonio permite que los pequeños baches impacten de forma suave sobre el resultado total, lo cual es uno de los principales objetivos del fondo.

A continuación se ofrece una pequeña muestra del trabajo que hacemos para mejorar continuamente la composición de Icaria Patrimonio FIL. En esta ocasión, en vez de hablar de fondos que hemos analizado, haré un repaso sobre los aspectos más relevantes que he visto en mis reuniones con los equipos gestores de los fondos en los que invertimos.

Como conclusión decir que la diversificación de Icaria Patrimonio permite que los pequeños baches impacten de forma suave sobre el resultado total

Fondos de Private Equity

Durante el mes hemos mantenido reuniones con los equipos de gestión de los fondos de private equity en cartera. El objetivo de estas conversaciones es siempre el mismo: asegurarnos de que los intereses de las gestoras están alineados con los nuestros y que existen mecanismos de protección adecuados.

Una de nuestras principales preocupaciones cuando invertimos en fondos evergreen es verificar que no se utilicen como destino de activos problemáticos. Dicho de forma más directa: queremos asegurarnos de que las gestoras no aprovechan estos vehículos para colocar inversiones que no han funcionado bien en otros fondos. Las tres gestoras en cartera nos han confirmado políticas para que esto no suceda y que existen mecanismos de governance sobresalientes para ello.

Goldman Sachs invierte en las mismas operaciones que sus fondos institucionales de mayor tamaño, participando desde el primer momento y no comprando activos de segunda mano de otros vehículos. Cuando transfieren inversiones desde su balance al fondo, lo hacen al menor precio entre lo que costó originalmente y lo que vale ahora, lo que nos protege si el activo ha perdido valor. Utilizan un valorador externo independiente de forma trimestral y Goldman pone aproximadamente 2.000 millones de dólares de su propio dinero en el programa, lo que significa que si al fondo le va mal, a ellos también.

Partners Group sigue un modelo similar. Todos sus vehículos acceden a las mismas operaciones simultáneamente mediante reglas predefinidas, sin que existan transferencias entre fondos de la misma casa.

Hamilton Lane separa el equipo que busca y analiza las inversiones del equipo que decide cómo se reparten entre los distintos fondos. Esta separación añade una capa de supervisión que reduce el riesgo de decisiones interesadas. Los empleados son además accionistas mayoritarios de la gestora e invierten su propio dinero en los fondos, lo que refuerza la alineación con nosotros.

No basta con analizar la rentabilidad pasada. Hay que entender cómo se toman las decisiones, quién valora los activos y si la gestora se juega su propio dinero junto al nuestro

Creemos que en este segmento el trabajo de selección debe centrarse precisamente en estos aspectos. No basta con analizar la rentabilidad pasada. Hay que entender cómo se toman las decisiones, quién valora los activos y si la gestora se juega su propio dinero junto al nuestro.

Los empleados y managers de Partners Group tienen más de 100 millones invertidos en la estrategia y sucede lo mismo con Hamilton Lane, por lo que la alineación de intereses es máxima.

En Icaria Patrimonio seguimos trabajando en el perfil más robusto posible para el entorno macroeconómico en el que nos encontramos

Fondos de Private Debt

Por los motivos citados en esta carta mensual con fecha efectiva de diciembre decidimos salir de nuestra exposición a fondo Blackstone European Senior Loans en favor de los fondos de deuda privada que hemos ido comentando estos meses.

El perfil de riesgo de fondos como los de Microfinance, Allianz Alwoca y Horizon es más apropiado para el entorno actual donde muchas empresas están sufriendo para hacer frente a los intereses y repagar sus préstamos.

A través del mayor fondo del mundo de Microfinance diversificamos nuestro riesgo en miles de personas, en el caso de Allianz nuestra exposición es en préstamos autoliquidables con plazos de 90 días al igual que ocurre con Horizon.

Tener una exposición en deuda de 90 días permite una adaptación y gestión del riesgo más apropiada para entornos turbulentos que los fondos de direct lending cuya exposición media a préstamos ronda los 5 años.

Seguimos en Icaria Patrimonio trabajando en el perfil más robusto posible para el entorno macroeconómico en el que nos encontramos.

Hasta aquí nuestro comentario mensual de Icaria Patrimonio FIL relativo al mes de diciembre. Aprovecho para agradecer la confianza depositada en este proyecto. Seguiremos trabajando con disciplina y transparencia.

El fondo Icaria PATRIMONIO FIL FI (ISIN ES0147415006) es un fondo inscrito en el registro de la CNMV con el número: 131 y con fecha de inscripción: 04/04/2025 en la categoría de Fondos de Inversión Global. Nivel de riesgo es 6/7 (siendo 7 riesgo muy alto). El Fondo está gestionado por Andbank Wealth Management SGIIC, S.A (Grupo Andbank). La entidad depositaria del fondo es Banco Inversis S.A. y la firma auditora del mismo es Capital Auditors and Consultants SL. El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de Icaria Capital Cartera Permanente FI. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral y trimestral, reglamento de gestión y CCAA). Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la página web de la gestora Andbank Wealth Management, SGIIC, S.A.U https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos/ y en la página web de la CNMV: https://www.cnmv.es La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en https://www.andbank.es.

Andbank Wealth Management, S.G.I.I.C., S.A.U. • CIF: A-78567153 • Calle Serrano, 37 - 1ª • Registro Mercantil de Madrid: Tomo 31.045, Folio 5, Sección 8ª, Hoja M-558.774 • Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV: nº 237.

Comentario a cierre de diciembre

https://www.youtube.com/watch?v=naCisGhM9rk

Lo primero, agradecer la confianza a los partícipes. Lo hacemos todos los meses, pero es que es así. **Estamos ahora mismo en 21 millones de euros**, sí que es cierto que estamos hablando del cierre de diciembre que fue en torno a 20 millones, pero ahora mismo ya superamos los 21 millones, que es una barbaridad, con apenas 6 meses de vida.

Las rentabilidades han sido positivas en diciembre, con un 0,42% para la clase I y un 0,41% para la clase A. **Todos los meses positivos, van 6 de 6.** Es lo que busca Icaria Patrimonio, la consistencia en los resultados. No serán siempre positivos, pero sí un gran porcentaje de los meses, así que seguimos con nuestro objetivo.

Tenemos una **rentabilidad acumulada del 4,3% en seis meses, después de comisiones,** en la clase I. Muy satisfechos, en línea con lo que esperábamos. Es un fondo que tiene mucha protección para que cuando el mercado lo haga bien, también lo haga razonablemente bien, para no quedarnos atrás.

A pesar de que **tenemos una visión negativa para la economía en los próximos años**, tenemos una exposición neutral, para que sea cual sea el escenario, lo hagamos razonablemente bien. Eso no significa que si viene una recesión catastrófica y apocalíptica, el fondo no vaya a caer, pero estarás bastante más protegido que invirtiendo en activos como Renta Variable, Renta Fija High Yield, etcétera.

¿Cómo se han comportado los activos este mes?

https://t.me/icariapatrimonio

Liquidez ha hecho un +0,15% aproximadamente de rentabilidad. Aquí metemos repo, que a grandes rasgos son Letras del Tesoro, pagarés, ahí es donde estaría la parte de liquidez. Tenemos Deuda Privada que ha hecho un +0,33% en el mes de diciembre, Real Assets que también ha sido positivo, con un +0,49%, Hedge-Funds que ha hecho un -0,11%. Si no incluimos el efecto del dólar, que tanto daño ha hecho en 2025, ha sido positivo de +0,6%. Private Equity ha hecho un -0,5%, si no incluimos el efecto del dólar, más o menos ha quedado plano. Y lo que mejor lo ha hecho en el mes ha sido renta variable cotizada. Nuestros fondos de Small Caps, a pesar de que el MSCI World, si no recuerdo mal, diciembre no fue un buen mes, los fondos de Small Caps sí que tuvieron un buen mes y la categoría hizo un más +2,09% en euros y un +2,89% en dólares.

Ese ha sido el repaso por categorías, que como sabéis, **el objetivo es que unas se compensen a otras** para que consigamos lo que estamos haciendo, que es un gran porcentaje de los meses positivos, que no serán el 100%, pero esperamos casi un 80% de los meses positivos. Es un fondo que tiene un posicionamiento moderado

Sobre la situación Macro, hemos tenido movimientos bruscos del oro y la plata. Está muy incentivado porque la inversión cada vez es más accesible y cada vez invierte más gente. Cada vez hay más anuncios de invertir en criptomonedas o en el activo que esté de moda. Ahora los activos de moda son el oro, la plata, los metales preciosos... en definitiva, muchísimo inversor retail está entrando en masa. **Mi opinión sobre el oro es muy positiva a largo plazo**, pero eso no quiere decir que no pueda tener movimientos especulativos en determinados momentos, fruto de que entra mucho dinero con el objetivo de hacer dinero rápido. Esos inversores no tienen el mismo objetivo que tenemos nosotros, que es invertir a largo plazo en oro porque creemos que las monedas en las que vivimos, pierden gran parte de su capacidad adquisitiva, por lo que la forma de protegerse es invirtiendo en activos como el oro y muchos otros. Gran parte de la gente que ha invertido ahora, no invierte bajo ese supuesto, invierte bajo el supuesto de que ahora está subiendo, nos metemos aquí a ver si ganamos dinero. Eso hace que los movimientos sean bastante más extremos. Tenemos el oro, que en tres días cayó un 20% de máximo a mínimo intradiario y la plata cayó un 40%, que es una absoluta salvajada. Empujados por un lado por esto, y por otro lado, por los bancos de inversión que aprovecharon para cerrar sus cortos, que también amplificaron el movimiento.

https://t.me/LocuraPatrimonio

Todo este efecto amplificado puede trasladarse también a renta variable y sin ninguna duda a renta fija, cuando vengan curvas, porque es los activos donde más gente ha entrado, así que **hay que estar atentos y mantenerse fieles al plan inicial, no dejarse llevar por los activos que suben o que están de moda.**

Respecto a la macro, quería comentar bastante. Vivimos un periodo donde las empresas de software, que llevan una década siendo las grandes favoritas de los inversores, se han convertido en las odiadas. Es algo que pasa con todos los activos, los más queridos de repente pasan a ser los más odiados. Software pues ahora mismo está pasando un mal momento. Tenemos a las empresas ligadas a SaaS (software as a service), con caídas del 30%, 40%, 50%, que son una barbaridad, mientras algunos índices están haciendo máximos históricos. Todo esto es por las implicaciones que tiene la inteligencia artificial. A día de hoy, programar es mucho más accesible, diseñar apps es muchísimo más sencillo. Incluso nosotros internamente estamos desarrollando aplicaciones que automatizan nuestro trabajo. Y esto es a nivel casero, porque no nos dedicamos a diseñar aplicaciones sino a convertir nuestro trabajo más eficiente.

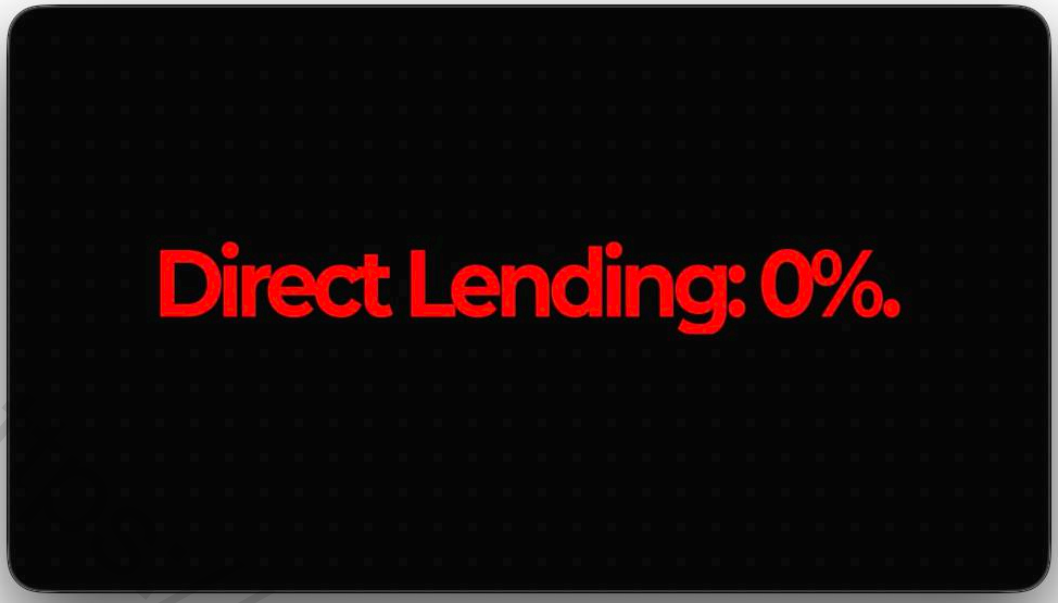
Pero lo que se empieza a ver es que, en vez de subcontratar a terceros para desarrollar aplicaciones, muchas empresas empiezan a desarrollarlo internamente y eso puede afectar muchísimo a las empresas de software. Lo primero que hemos hecho nosotros es preguntar nuestra exposición a software en deuda privada. No olvidemos que en deuda cotizada también hay exposición a software, son mundos que van de la mano. **Y estamos 100% tranquilos, tanto Allianz ALWOCA, Horizon Capital o Microfinance no tienen**

exposición a software, ningún problema, no va a haber ningún retraso. Tenemos también Valvest Steady Income Fund, que puede tener algo de exposición a software, pero no está notando el impacto de ello. Pueden tener, porque los inquilinos pueden tener exposición a software, pero la realidad es que tenemos un colateral. No es lo mismo cuando invertimos en una empresa a la que prestamos dinero y la garantía es la propia empresa, que si la empresa va mal pierdes todo el dinero, a tener como garantía un inmueble detrás. La garantía es el inmueble y esto marca una diferencia importante. Y no tenemos en deuda, por lo tanto, ningún problema con estas caídas tan fuertes.

Desde el punto de vista de Private Equity la exposición a software también es reducida, de media tenemos en los vehículos un 10%, más o menos. Nuestra exposición a Private Equity ahora mismo está en torno al 20%, por lo tanto la exposición del fondo a software es un 2%. No es gran cosa. Por otro lado, Catbonds y todo lo demás que los partícipes conocen que estamos invertidos y tremendamente diversificados, tampoco nos impacta. Así que desde ese punto, tranquilos.

Me gustaría hablar de otro de los aspectos en los que hemos trabajado mucho estos meses y ha sido un gran acierto. Se está viendo mucho movimiento en fondos de Deuda Privada, por ejemplo, los fondos cotizados que hay en Estados Unidos que tienen deuda privada con liquidez diaria. Estamos viendo cómo estos fondos suelen tener una exposición, los de Direct Lending, del 20% a software, están teniendo ajustes importantes, del 15-20%. Y no son ajustes irracionales. Cuando vemos caer una compañía de Renta Variable, siempre decimos que el mercado es irracional. Muchas veces no lo es, el mercado es bastante más inteligente de lo que nos creemos.

https://t.me/LeoriaPatrimonio



Así que como esta es una película que veíamos venir, la de los problemas que podía haber en Deuda, tanto cotizada como deuda privada, **nuestra exposición a Direct Lending en Icaria Patrimonio FIL es del 0%**. No tenemos nada de exposición a todo este ruido que se está generando de forma justificada, que viene no sólo por la parte de software. En el año 2021, recordaréis que los tipos de interés estaban en el 0%, es decir, pedir dinero era tremendamente sencillo, los bancos prestaban unos tipos tremendamente interesantes y las compañías tomaban deuda con mucha facilidad. **Año 2022 tenemos una de las subidas de tipos de interés en relativo porcentuales más salvajes de la historia económica moderna y cambia tremendamente las reglas del juego.**

El tema es que la mayoría de financiaciones se suelen hacer entre 4, 5, 6, 7 años. Si sumamos 4, 5, 6, 7 años a 2021, pues nos vamos a 2025, 2026, 2027. Esto supone que estos años, son los vencimientos de mayor volumen de deuda para refinanciar. ¿Qué es refinanciar? Si pides 100 millones y estás pagando durante determinados años 5% en intereses, cuando pasa el periodo de financiación, tienes que devolver 100. Tienes que devolver el principal. Y cuando devuelves el principal, tienes que refinanciar. La mayor parte de las veces se refinancia esa deuda a otros 4, 5, 6 años para seguir la compañía en marcha, porque las compañías funcionan con deuda, igual que funciona la economía.

¿Qué problema hay? Que lo que se financió en el año 2021 a los tipos más interesantes en 50 años, ahora va a ser a los peores tipos en los últimos 20-30 años. Eso hace que

https://t.me/IcariaPatrimonio

aquellas empresas que han sido más laxas, más flexibles a la hora de otorgar préstamos, tengan problemas. Está habiéndolos, y los habrá. Esto ya lo sabíamos cuando creamos Icaria Patrimonio FIL. Lo normal, cuando inviertes en mercados privados, es que tu parte de deuda privada sea un 70% Direct Lending. Es el activo insignia. Lo inusual es que Icaria Patrimonio naciese y siga manteniendo un 0% en Direct Lending. Es precisamente por esto.

Quiero dejar claro a los partícipes que todo esto que está sucediendo y sucederá, **a nosotros no nos impacta.** Porque **Microfinance** son miles de préstamos en emergentes, con un track record de 26 años, donde la mayor caída ha sido un -3%. No tiene nada que ver con el Direct Lending, son préstamos personales. **Horizon Capital Fund**, estamos hablando de materias primas, a 90 días. **Allianz ALWOCA** es financial working capital a 90 días. Son vencimientos en 90 días, no a 5 años, que es una gran diferencia. También se habla de que los fondos de Direct Lending no ajustan sus préstamos al valor real. Cuando los préstamos son a 90 días, ya se ajustan solos, porque tienes que devolver el dinero.

Así que muy contento por esa parte, porque es fruto del trabajo diario que hacemos. Salvamos los muebles en esa parte, y sufrimos cero impacto. Esa es la realidad. **Hay muchos riesgos que como no se han materializado en los últimos años, parece que no existen, pero al final es importantísimo protegerse de ellos.** Hay cosas que no se ven, tanto en mercados privados como en cotizados. Tampoco se ven los riesgos en renta fija. Ahora mismo los spreads de crédito, que es lo que se paga por encima de la tasa libre de riesgo, están prácticamente en mínimos históricos. Eso quiere decir que una empresa cotizada, cuando pide dinero, está pagando una prima mínima. Eso quiere decir que ante problemas en la financiación o refinanciaciones, el margen de caída en los fondos de renta fija corporativa es elevado.

Es por eso que nosotros mantenemos también un posicionamiento extremadamente prudente, a pesar de que podemos invertir en renta fija corporativa y nos parece un activo interesante, somos extremadamente prudentes por la situación que comentamos, que también se puede materializar en renta variable. No olvidemos que la economía está conectada entre todos sus activos. Todos tienen relación con la economía y, si hay problemas en un segmento de mercado, por ejemplo en las refinanciaciones, eso afecta a Renta Variable, porque son empresas que tienen que refinanciar. Está todo muy

https://t.me/IcariaPatrimonio

conectado. Lo que pasa es que solo nos fijamos en lo que ha pasado en los últimos dos años, y como vemos que la renta fija de corto plazo se ha disparado sin ningún tipo de volatilidad, parece que nunca va a tener volatilidad.

En cuanto al Private Equity, sabemos de antemano que las valoraciones del año 2021 y los acuerdos que se hacían en ese año, eran un 30% por encima de la media histórica. Se hacían unas 13 veces EBITDA, cuando la media histórica está en torno a 9 y pico, por lo que se pagaba una prima de un 30%. A día de hoy, los mercados de renta variable, como el S&P500, cotizan muy por encima de un 30% de su media histórica también. Entonces, ¿qué sucede? Las compañías que se adquirieron en 2021 con esa prima, es más difícil hacer el éxit, porque las valoraciones han ajustado, ahora mismo están prácticamente en la media histórica, un 5% o 10% como mucho por encima, han vuelto y en muchos segmentos incluso están por debajo, así que se pueden hacer grandes inversiones ahora mismo en private equity.

Así que existe el problema de que de esas añadas es más difícil salir. La realidad es que nuestra exposición a la añada 2020-2021 en la parte de Private Equity es mínima. En el caso de **Hamilton Lane**, tiene una participación en 2021 muy pequeña. En el caso de **Partners Group** tampoco es muy representativa, estamos hablando quizás de un 10%, y en el caso de **Goldman Sachs**, es del 0%. Por lo tanto, son portfolios que tienen un gran sesgo a inversiones post-2022, que son cuando se ajustaron las valoraciones y se pudo invertir a muy buenas valoraciones, lo cual es positivo. Desde ese punto de vista, estamos bastante protegidos. Sí que es cierto que, dada la visión que tengo sobre la economía que comentaba al principio, creo que hay que ser prudente con la exposición a riesgos (Renta Fija High Yield, Renta Variable, Private Equity).

Ese es el motivo por el que hemos reducido nuestra exposición a Private Equity en torno al 20%, más o menos. En Icaria Patrimonio FIL tenemos unos rangos en los que nos podemos mover en función de dónde estemos en el ciclo, y si creemos que es lo mejor para proteger el capital de los partícipes, entre los que me encuentro, nos movemos a la parte más conservadora del Asset Allocation, que es precisamente lo que estamos haciendo.

Todos los fondos de Private Equity en Icaria Patrimonio son Evergreen, están invertidos desde el primer momento. Sí que es cierto que hay que tener cuidado, porque a

https://t.me/IcariaPatrimonio

nivel regulatorio se abrió la veda para poder comercializar vehículos de mercados privados entre el cliente retail, **es más importante que nunca hacer una correcta Due Diligence** de los fondos, que es la parte más importante de la inversión. No solo para invertir, sino post-invertir. Estos meses nos hemos reunido con todas las gestoras en las que estamos invertidos, para hacer una actualización de la cartera, para ver que no hubiera ningún retraso en ningún préstamo, y la cartera funciona perfectamente. En Private Equity también, **la cartera está muy bien posicionada para 2026**. El feedback es muy bueno.

Pero cuando estamos analizando activos para ver si podemos invertir, hacemos la Due Diligence y uno de las tareas más importantes es ver cómo se forman las inversiones de ese vehículo. Nos hemos encontrado que, por ejemplo, incluso en las mejores gestoras del mundo, crean un vehículo *Evergreen*, le dotan de inversiones del balance de la propia gestora, inversiones que hizo la gestora en su día, hace tiempo, cuando va entrando capital de los partícipes lo permutan por esas inversiones, es decir, la gestora sale de esas inversiones a cambio del dinero de los partícipes, y también, que es incluso peor, porque esto ya me parece terrorífico, se hacen *cross-trades*, que es decir, se hacen *deals* entre fondos de la misma gestora. Eso es, un fondo cerrado puede vender a un fondo *Evergreen* un activo, una empresa, y me he encontrado casos en los que esto se podría hacer de forma razonable, aunque a mí no me gusta, siempre y cuando fuese hecha la valoración por un independiente. Pero me he encontrado en gestoras top, gestoras de 30.000 millones de cotización, 50.000 millones de cotización, que la valoración la hacen entre los propios gestores de los fondos. Lo cual es ya dramático. Son cosas que nos encontramos, así que hay que tener mucho cuidado con dónde se invierte. Esto se lo digo a todo aquel que invierta en mercados privados de forma directa.

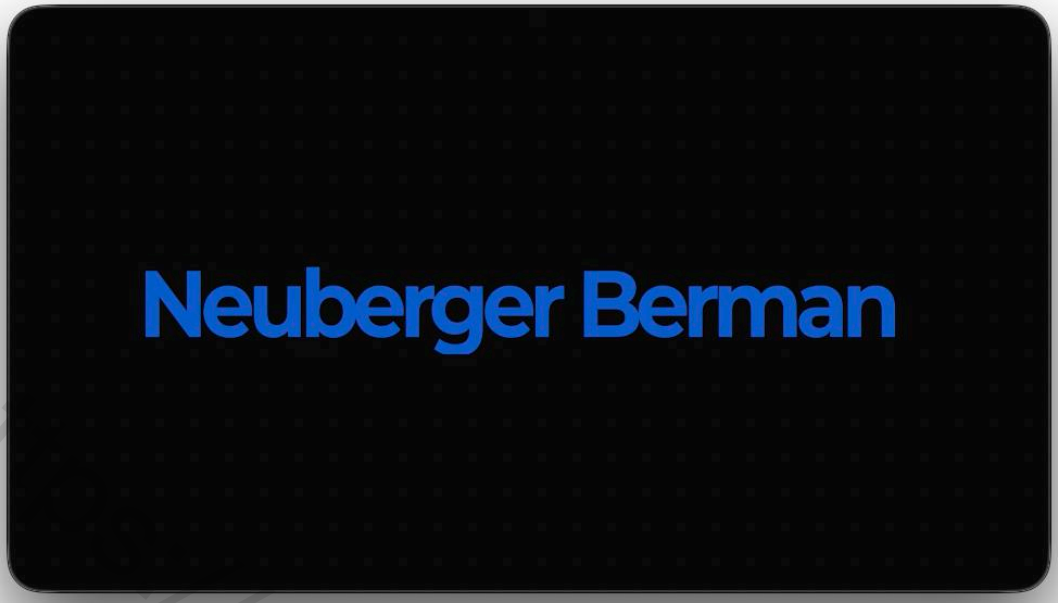
https://t.me/LaCajaPatrimonio

Nuestras inversiones en Private Equity, en ninguno de los casos, se hacen las transacciones y valoraciones de esta forma. Ni Hamilton Lane ni Partners Group reciben activos de ninguno de sus fondos, ni balance, ni nada. Las inversiones las hacen directamente ellos. **Estamos invertidos en los fondos más limpios**, que pueden pasar momentos mejores o peores, como cualquier activo, pero que lo que se hace es 100% limpio. Incluso me he encontrado fondos en los que se cobra comisión de performance sobre las ganancias no realizadas. No es el caso de los fondos en los que nosotros invertimos. Siempre que el *governance*, los conflictos de interés y, en definitiva, la gestión esté lo más alineada posible, muchísimo mejor.

t.me/icariaPatrimonio

Y en el caso de Partners Group, Hamilton Lane y Goldman Sachs, hay alineación de intereses. Partners Group tiene en torno al 3% de los empleados y fondos de pensiones de la propia Partners invertido en el fondo Evergreen. Estamos hablando de más de ciento y pico millones, si no recuerdo mal. Y Hamilton Lane lo mismo. Hamilton Lane además es una empresa que está en manos de los empleados. Tienen parte del equity, y también invierten en todos sus fondos. En el caso de Goldman Sachs, también invierten en todos los deals desde el balance. Buscamos un *governance* limpio, que no haya conflictos de interés, que haya alineación de intereses y que la cartera, sin ninguna duda, sea interesante. Hacemos todo ese tipo de trabajo a la hora de analizar potenciales fondos.

https://t.me/



Por último, añadir que uno de los muchos fondos que analizamos de Private Equity cumple todos nuestros checks, y probablemente entre en los próximos meses. **Se trata de Neuberger Berman**, un portfolio formado después de 2022, a buenas valoraciones y con todos los checks que cumplen los criterios que para mí son imprescindibles.

En este escenario de prudencia, **nuestro trabajo está 100% encaminado a incrementar la parte conservadora de la cartera**, y es lo que tres meses después seguimos haciendo. La hemos incrementado con la parte de **Cat Bonds**, que para nosotros es muy

interesante porque está totalmente descorrelacionada de la economía. No es el santo grial, porque si por ejemplo hay un huracán en Florida, puede sufrir, pero tiene lo que buscamos, que es una cartera lo más descorrelacionada posible de renta variable. Esa es una de las categorías que incluimos.

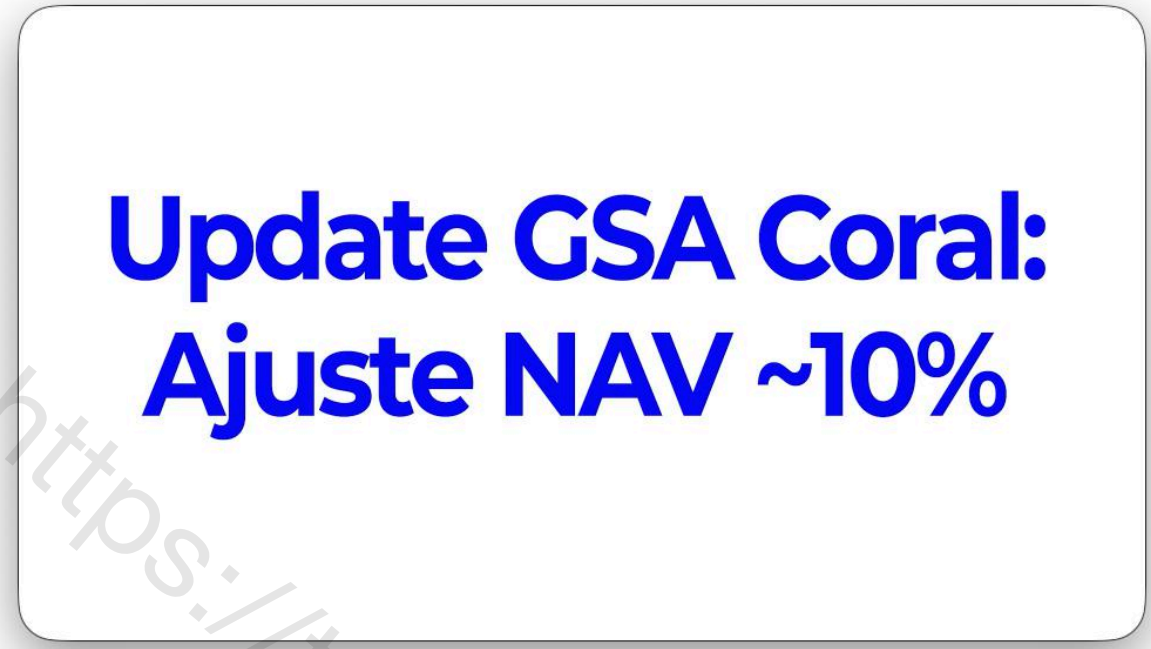
Otra de las categorías es **bonos de países frontera en divisa local**, que es algo que conté también en noviembre y que ha ido muy bien, de hecho estamos en febrero y lleva un 3% de rentabilidad. Se beneficia también de un dólar en caída, o sea que es una cobertura contra nuestra exposición al dólar, les ha venido de perlas, así que muy contento también por esa parte.

Invertimos en ABS, en la parte más segura, con rating medio AA, que también nos permite una exposición, en mi opinión, defensiva. También invertimos en Covered Bonds, que es la parte más defensiva de la cartera, también con ratings single A. Estos son activos que en caso de recesión, la posibilidad de pérdida estructural es cero, porque son activos por encima de single A. **Invertimos, como decía antes, en Allianz ALWOCA**, que es financiar a 90 días el working capital.

En definitiva, esos han sido los ajustes, que no es poco. **Seguimos mirando día tras día la posibilidad de encontrar activos defensivos que den rentabilidades de en torno al 4 o 5%**, que puedan hacerlo muy bien en este entorno, que en caso de venir mal dadas, aguanten muy bien... es donde estamos centrando los esfuerzos. Ya estamos prácticamente en el punto final de ello.

La cartera ya tiene un carácter muy defensivo, más defensivo incluso que cuando se compuso, que ya era bastante defensiva. Y sigue con una exposición neutra, si los activos de riesgo siguen haciéndolo bien, nosotros estaremos razonablemente bien, pero sobre todo **si en algún momento vienen mal dadas, estaremos muchísimo más protegidos que la gran mayoría de fondos, lo cual es mi objetivo prioritario.**

https://t.me/carlaPatrimonio



https://t.me/CapitalPatrimonio

Ahora, vamos a hablar de **GSA Coral**, nuestro fondo de residencias de estudiantes, aunque vamos a publicar un vídeo concreto explicando un poco lo que ha sucedido con este fondo. Tenemos una exposición del dos y pico por ciento a GSA Coral, que es un fondo del que he hablado mucho y que me encanta. Primero, un poco de background de la situación; desde el año 2022, la mayor parte, por no decir todos, de fondos de real estate lo han pasado muy mal. Por ejemplo, el fondo cotizado de Vanguard de real estate, el fondo indexado en euros, acumula una caída del 30% desde máximos. El fondo más grande del mundo de Blackstone, de real estate no cotizado, llegó a caer un 20 y pico por ciento. El fondo más grande de UBS también, en torno a un 15-16%. En general, el real estate lo ha pasado muy mal, porque con las subidas de tipos de interés, tú tienes que actualizar la valoración de los inmuebles, y cuando actualizas la valoración de los inmuebles con unos tipos de interés más altos, hace que caigan.

En el caso de GSA Coral, lo ha hecho increíblemente bien, aguantando estas subidas de tipos, compensándolas con subidas en rentas. Todos los años subían las rentas que cobraban y neutralizaban ese efecto. **GSA Coral actualiza las valoraciones todos los diciembre**, por medio de las mejores casas de valoración del mundo, Richard Ellis, JLL, las más grandes, son las que hacen los updates de valoraciones. Y este diciembre, cuando tocaba el update de valoración, no se podían seguir subiendo las rentas al mismo ritmo que los años previos. Los tipos de interés han aguantado arriba más tiempo de lo

esperado. De hecho la parte larga de tipos de interés no ha caído prácticamente nada en los últimos años, lo que ha llevado a una actualización en el NAV de GSA Coral de casi un 10%.

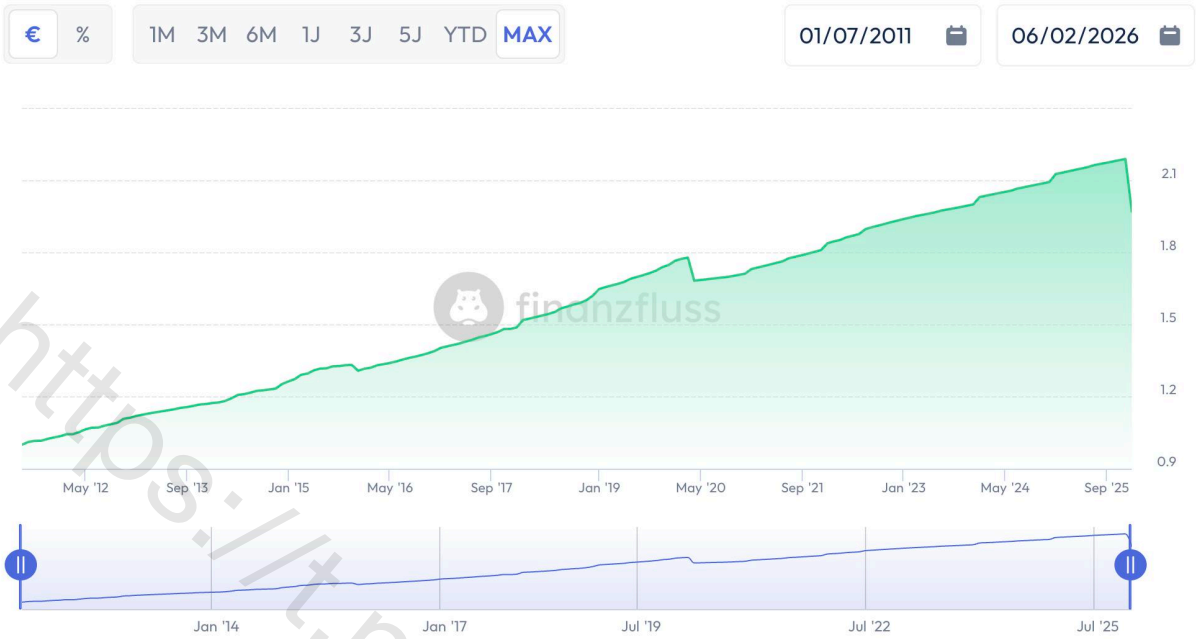
Nosotros sabíamos que podía suceder, a pesar de que el activo nos encanta, porque **son residencias de estudiantes con tasas de recuperación del 90 y pico por ciento**. Esto le puede suceder a cualquier tipo de activo, pero siempre medimos los riesgos a la hora de invertir. Este es el motivo por el que **nuestra exposición es lo suficientemente pequeña para que el impacto sobre el liquidativo de Icaria Patrimonio sea del 0,25%.** Apenas impacta en la rentabilidad del mes, que está siendo positiva. Son cosas que pueden pasar, hay que hacer los deberes para que cuando sucedan no te impacten demasiado, como es el caso, y seguir día tras día analizando y viendo las perspectivas del mercado.

Sobre GSA Coral, como novedad, aunque lo comentaré con profundidad en otro vídeo, van a vender la joya de la corona, que es el activo más maduro, más *core*, que tiene menos recorrido al alza, que es Irlanda. El 30% de sus activos están allí. Reciclar ese capital e invertir en oportunidades que tengan más margen de subida. Ahora mismo, como las valoraciones en inmobiliario han ajustado bastante, creen que es un buen momento para invertir en lo que se llama *value add*. Esto es, invertir en oportunidades que tienen margen de mejora vía reformas. Ya tienen muy avanzada la fase de ventas espera que se cierre en torno a a junio de 2026. Estamos en conversaciones con ellos constantemente, al igual que con todas las gestoras, así que cualquier novedad, iremos informando.

Y hasta aquí la actualización, un mes que hemos tenido de todo. Llevamos tres meses haciendo un esfuerzo importante, y estamos muy contentos con cómo están quedando las cosas. Sobre todo con la tranquilidad extra que me aporta el esfuerzo de intentar adaptar la cartera a lo que estamos viendo; la gran importancia de la diversificación y de la descorrelación.

Por último, añadir que **el viernes 20 de febrero vamos a hacer un evento en Madrid** para nuestros clientes. A todos los que estéis interesados en venir, escribidme por privado y lo comentamos.

Actualización sobre GSA Coral (diciembre-25)



https://t.me/icariapatrimonio

A cierre de diciembre, hemos tenido una novedad en la cartera, en concreto en el fondo de GSA Coral Residencias de Estudiantes.

Para poner en antecedentes a los partícipes, ya comentamos en el pasado que los fondos de real estate no cotizado habían tenido ajustes importantes los últimos años, después de las subidas de tipos de 2022. El de Blackstone, por ejemplo, llegó a caer un 20%. El de UBS más grande cayó un 17%, mientras que GSA Coral no había visto un impacto así. Esto había sido debido a que todos los años, en diciembre, varias firmas de auditoría de primer nivel, hacen la auditoría del valor de los inmuebles de GSA Coral. Estamos hablando de Richard Ellis, o de JLL, las más grandes. Debido a ello, en los meses de diciembre veíamos un salto al alza en el Valor Liquidativo, más grande de lo normal. Porque a pesar de que los tipos de interés subían, las subidas en las rentas de alquileres subían en mayor cuantía, y eso ayudaba a compensarlo.

En cambio, **este diciembre en Irlanda, que es la parte del portfolio que más pesa en GSA Coral, con un 30%, han capado las subidas de alquileres**, por lo que no se pueden subir, y el impacto de los tipos de interés, impacta sobre la valoración de activos. Evidentemente, cuando inviertes en cualquier clase de activo, esto puede pasar. En el caso de Icaria Patrimonio FIL, el peso que tiene GSA Coral es del 2 y pico por ciento y el impacto que ha tenido la caída de GSA Coral en su Valor Liquidativo es de casi un 10%,

así que **nosotros nos hemos visto afectados, en Icaria Patrimonio FIL, en un 0,25% aproximadamente.** Casi nada. **A pesar de ello, esperamos cerrar el mes de enero en positivo.**

La diversificación, que es importante en cualquier fondo, hace que este tipo de noticias te afecten relativamente, y en agregado puedas solventarlas sin problemas. Ha habido fondos de renta fija conservadora que han caído un 10% en un mes. También en renta variable o en cualquier categoría de activo puede haber caídas. Así que informamos con transparencia de este ajuste. No pasa nada, seguimos el guión marcado, el activo sigue siendo el mismo, nada cambia.

Desde el año 2020, GSA Coral sólo tiene activos core. Un activo core es cuando compras un piso ya reformado, pones ese piso reformado en alquiler y no haces ninguna mejora. La rentabilidad por alquiler es baja, y el riesgo es muy pequeño. Antes de 2020, GSA Coral destinaba un 25-30% a Value Add y un 70% a Core. Desde el año 2020 ha ido todo a Core. Value Add es cuando tú compras un piso y en vez de comprarlo reformado, lo reformas tú, por lo que tu rentabilidad por alquiler es superior. Esto es lo que en Real Estate se llama Value Add, explicándolo de forma sencilla. GSA Coral se encuentra en conversaciones muy avanzadas de venta de su parte más madura de la cartera, que es Irlanda, que representa el 30% del total del fondo. Y mientras dure este proceso de venta, los reembolsos se posponen hasta junio. Este tipo de mecanismos, son mecanismos de defensa de los fondos.

Si vas a vender un activo que tiene una tasa de ocupación del 98%, como es el caso de GSA Coral en Irlanda, un activo de mucho valor, quieres que mientras estás en ese proceso de venta, no haya ningún problema. Y por eso son fondos semilíquidos. En determinados momentos, pueden posponerse los reembolsos para que tú puedas hacer frente a lo que estamos viendo en el caso de GSA Coral, que también ocurrió en el fondo de Blackstone de Real Estate, que cuando tuvo caídas, vendieron parte de su portfolio y todo volvió a la normalidad en cuestión de unos meses. Aquí sucede lo mismo.

Lo importante de cara al partícipe de Icaria Patrimonio es saber que, por ley, los vehículos Evergreen como el nuestro, tienen que tener en torno a un 15-20% en activos 100% líquidos y, en el caso de Icaria Patrimonio FIL, tenemos un 50% en activos

https://t.me/IcariaPatrimonio

liquidables semanalmente, un 84% en activos liquidables mensualmente y un 100% en activos liquidables trimestralmente, muy por encima de lo que exige la normativa.

La realidad de esta noticia para el partícipe de Icaria Patrimonio, es de un impacto mensual del 0,25% aproximadamente, algo que puede tener cualquier fondo conservador en cualquier momento. No es especialmente relevante. Por ejemplo, la Cartera Permanente en un día tuvo un impacto mayor por la caída del oro. Son cosas que suceden en cualquier categoría de activos. **Así que seguimos con la misma filosofía. GSA Coral sigue siendo un activo defensivo.** De hecho, a pesar de ese ajuste, ha caído considerablemente menos que otros fondos de Real Estate. Ningún activo es inmune a las curvas, esa es la realidad y es lo que siempre transmitimos. **Lo importante es diversificar las inversiones, como hemos hecho desde un inicio en Icaria Patrimonio FIL.**

Llevamos unos meses trabajando al 100% en la parte defensiva de la cartera, así sigue siendo a día de hoy, y creo que es lo correcto. Así que esta es la actualización que os queríamos comentar.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Índice (Volumen 2)

Por qué Icaria Patrimonio no invierte en un Hedge-Fund top mundial - pág. 439

Carta enero-26 - pág. 443

Comentario enero-26 - pág. 449

Actualidad y backtest Icaria Patrimonio - marzo-26 - pág. 458

Reembolsos y plazos - pág. 483

Guerra de Irán y su impacto en Icaria Patrimonio - pág. 484

Listado de fondos adicionales - pág. 498

Carta febrero-26 - pág. 524

Comentario febrero-26 - pág. 533

Carta marzo-26 - pág. 548

Comentario marzo-26 - pág. 557

Listado de fondos por categorías - pág 589

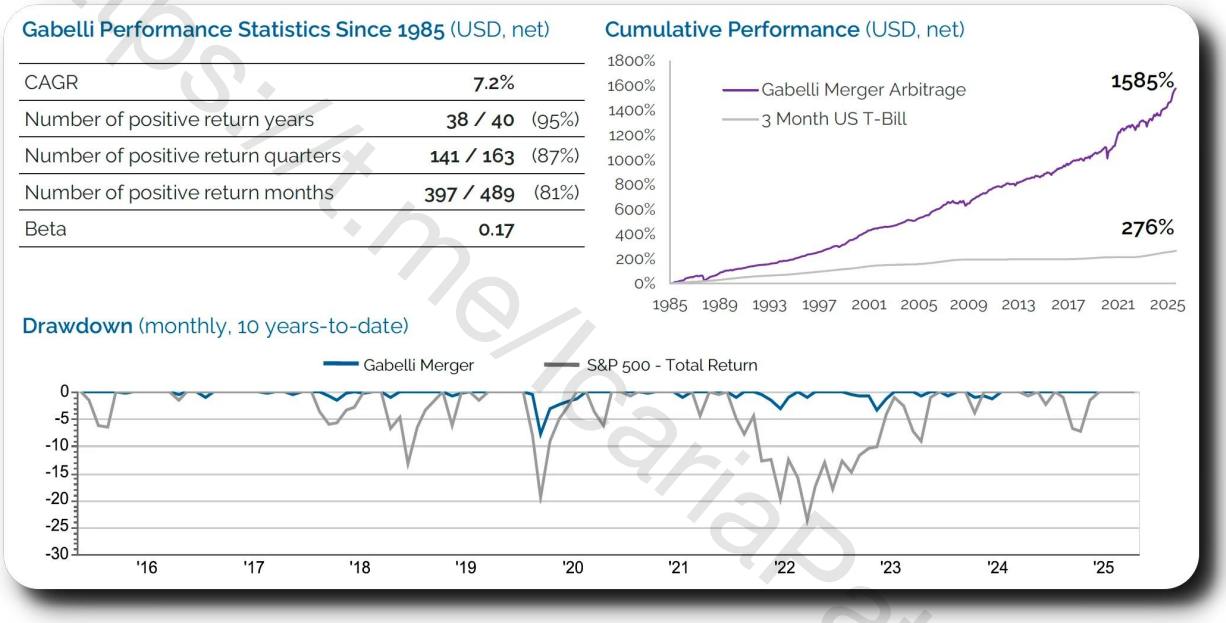
Críticas adicionales - pág. 590

Análisis Man Alpha Select Alternative - pág. 592

Por qué rechazamos un Hedge-Fund top mundial

Hoy voy a tratar un tema que es fundamental en el análisis y due dilligence de fondos de inversión y que pocas veces se trata. Os pongo en contexto. Gracias a las relaciones institucionales que tenemos en Icaria Patrimonio e Icaria Renta, me llega la oportunidad de invertir en **uno de los mejores hedge funds del mundo: Gamco Merger Arbitrage** versión no UCITS.

Os dejo una imagen para que entendáis de que hablo.



Una curva de rentabilidad y riesgo perfecta ¿verdad? Pues os diré que es un fondo que finalmente decidimos (ya hace meses) no invertir desde Icaria Patrimonio FIL. Vamos con los motivos.

Llevo años analizando hedge funds y hay algo que casi nunca se explica bien y que sin embargo condiciona por completo la decisión de inversión para cualquier europeo, **la divisa**. Parece algo poco relevante, pero os aseguro que es algo clave en la inversión y sobre todo en la gestión de riesgos. Es probablemente el factor que más distorsiona el análisis cuando miras vehículos de retorno absoluto desde Europa.

El problema de fondo es sencillo. La inmensa mayoría de los hedge funds interesantes del mundo son americanos e invierten en dólares. La oferta en euros es infinitamente más

https://t.me/IcariaPatrimonio

reducida y, siendo sincero, de menor calidad en muchas categorías. Esto **nos deja a los inversores europeos con tres opciones**, y ninguna de las tres es perfecta.

La primera y más obvia sería cubrir la divisa. Compras el fondo en dólares y contratas una cobertura para eliminar el riesgo de tipo de cambio. A priori suena perfecto pero hay una variable que es crucial y se suele pasar por alto, el coste de hacerlo.

Históricamente la cobertura EUR/USD ha costado en torno al 2% anual de media, dependiendo del diferencial de tipos entre ambas economías. Y aquí es donde entran el juego las matemáticas y pueden convertir una inversión sobresaliente en un suspenso absoluto.

Si el hedge fund que estás analizando tiene un objetivo de rentabilidad del 5-6% neto, que es lo habitual en estrategias de baja volatilidad, **te estás comiendo un tercio o más de la rentabilidad esperada solo en cubrir la divisa.** Lo que te queda es un fondo que renta como la renta fija y que encima tiene una estructura de comisiones de hedge fund. Deja de tener sentido.

La segunda opción es no cubrir. Mantener la posición en dólares y asumir la exposición a divisa como parte de la inversión. Esto puede funcionar si tienes una visión positiva del dólar a largo plazo o si simplemente quieres tener diversificación de divisa en cartera, que es un argumento legítimo. Pero hay que ser muy consciente de lo que implica. **Un hedge fund de merger arbitrage, por ejemplo, está diseñado para darte una curva de rentabilidad suave, con poca volatilidad, pocos drawdowns y una generación de retorno constante.** Es precisamente por eso por lo que lo incluyes en cartera: para aportar estabilidad. El momento en que le añades la volatilidad del tipo de cambio, esa curva se desfigura por completo. Los drawdowns se multiplican, la volatilidad se dispara y **lo que era un activo estabilizador se convierte en algo que se comporta de manera completamente diferente a lo que buscabas.**

Sigamos con el ejemplo real que analicé hace tiempo. **El fondo GAMCO Merger Arbitrage, gestionado por Gabelli, es uno de los referentes históricos en arbitraje de fusiones. Su versión hedge fund tiene un track record que arranca en 1985, lo cual es casi imposible de encontrar en la industria. Cuarenta años de historia. Los números son sobresalientes: un CAGR del 7,2% neto en dólares, un 95% de años**

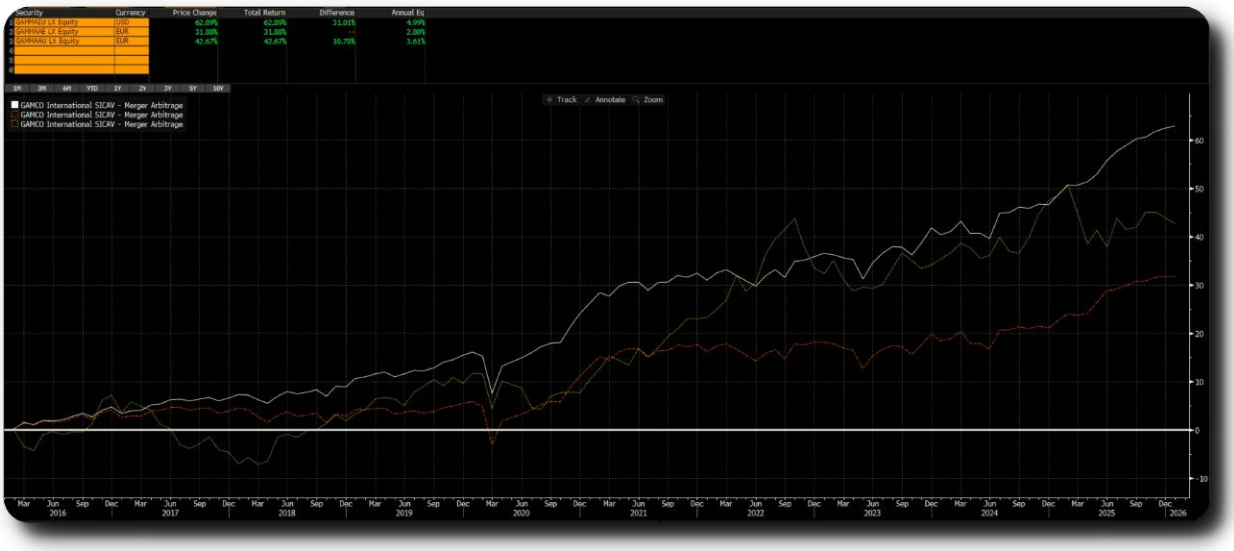
https://t.me/icalaPatrimonio

con rentabilidad positiva, un 87% de trimestres positivos y un beta de 0,17 frente al mercado. La curva acumulada es lo que todo inversor querría ver en la parte defensiva de su cartera: una línea ascendente casi sin interrupciones que ha multiplicado por más de quince veces el capital inicial. Es un fondo excepcional.

Ahora bien, **si eres un inversor europeo y miras esa misma curva en euros sin cobertura, lo que ves no tiene absolutamente nada que ver.** La volatilidad del par EUR/USD, que ha oscilado entre 0,85 y 1,60 en las últimas décadas, domina el comportamiento del fondo. **Los drawdowns que en dólares eran de un 3-4% se convierten en caídas del 15-20% en euros.** La línea recta se convierte en una montaña rusa. El activo ha dejado de cumplir su función. Ya no es un estabilizador, es simplemente una apuesta de divisa con un ligero componente de arbitraje de fusiones por encima.

Y si decides cubrir para evitar ese problema, volvemos al punto inicial. Un fondo que renta un 7% bruto en dólares, al que le restas el coste de cobertura, te queda rentando un 4-5% con suerte. Para eso tienes opciones mucho más simples y baratas en renta fija europea. El fondo deja de ser sobresaliente y se convierte en algo que no justifica ni la complejidad operativa ni las comisiones de un hedge fund.

Esta es la trampa en la que caemos muchos gestores europeos si no somos cuidadosos. **Ves un track record espectacular en dólares, te enamoras de los números, y cuando lo traduces a la realidad de un inversor en euros descubres que el producto ya no es lo que parecía.** Ni cubriendo ni sin cubrir obtienes lo que buscabas originalmente. Os dejo la imagen que resumen lo que he explicado.



El fondo sin cubrir en euros es la línea amarilla que tiene un comportamiento totalmente diferente al original (generado por la divisa).

El fondo cubierto es la línea naranja, que genera un 2,2% anualizado inferior al fondo que invierte en USD.

En Icaria Patrimonio hemos aprendido a gestionar esto de dos maneras. Si vamos a invertir en un hedge fund en dólares y vamos a cubrir la divisa, necesitamos que el objetivo de rentabilidad sea lo suficientemente alto como para que después de absorber el coste de cobertura siga mereciendo la pena (**como es el caso de Brevan Howard** que ha hecho casi doble dígito anualizado). Y la alternativa es mantener la exposición en dólares sin cubrir, pero siendo plenamente conscientes de que lo que tenemos es una posición en divisa con un extra de rentabilidad por encima, y dimensionarla como tal dentro de la cartera.

No hay atajos. No hay solución perfecta. Y esto es algo que raramente ves explicado cuando alguien te presenta un hedge fund americano como la panacea. Los números siempre se muestran en dólares, la curva siempre es la original, y el análisis de divisa se deja para el final o directamente se ignora.

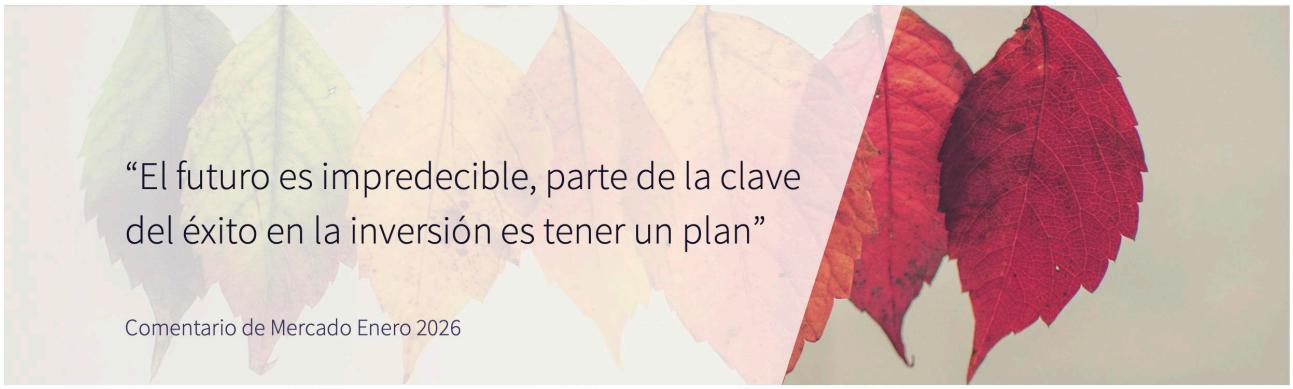
La inversión tiene muchos más ángulos de los que parece. Cada activo que incorporas a una cartera requiere un análisis que va mucho más allá de mirar un gráfico de rentabilidad histórica. Tienes que entender en qué divisa genera sus retornos, cuál es el coste real de acceder a ese retorno desde tu moneda base, y si después de todo ese proceso el activo sigue cumpliendo la función para la que lo necesitas. Muchas veces la respuesta es que no, y hay que tener la disciplina de descartarlo por muy bonitos que sean los números en su versión original.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio, FIL
Carta mensual - enero 2026

ICARIA PATRIMONIO

ANDBANK wealth management



“El futuro es impredecible, parte de la clave del éxito en la inversión es tener un plan”

Comentario de Mercado Enero 2026

> *Icaria Patrimonio es un fondo que invierte en mercados cotizados y mercados privados bajo el modelo Endowment*

Icaria Patrimonio es un fondo que invierte en mercados cotizados y mercados privados bajo el modelo Endowment. Es importante señalar que Icaria Patrimonio no tiene una limitación por parte de la gestora, ni por parte del vehículo para invertir en mercados de renta variable, renta fija, high yield, privados, hedge funds, o cualquier otra categoría de activo. El FIL puede invertir en la categoría de activo que considere más apropiada en cada momento.

Este hecho es importante, ya que cuando estás anclado a un perfil de activo, tu conflicto de interés es importante e intentarás argumentar que esa categoría de activo es la mejor en detrimento del resto. Tenemos la gran suerte de tener flexibilidad, primero porque Andbank cree en la gestión de autor, y segundo porque un FIL (Fondo de Inversión Libre) es un perfil de vehículo flexible. En definitiva, Icaria Patrimonio FIL tiene la composición que considero ideal, sin ningún conflicto de interés ni sesgo. Un equilibrio entre el mundo cotizado, con su volatilidad y liquidez, y el mundo privado, con su prima de rentabilidad, menor volatilidad y mayor iliquidez.

Cerramos enero de 2026 en Icaria Patrimonio FIL. El inicio de año ha sido bueno con una rentabilidad positiva del 0,86% en la clase I y del 0,84% en la clase A. El patrimonio bajo gestión a cierre de año era de 21,47 millones de euros.

> *El inicio del año ha sido bueno, con una rentabilidad positiva del 0,86% en la clase I y del 0,84% en la clase A*

Enero ha sido uno de esos meses que te recuerdan por qué haces las cosas como las haces. El año ha arrancado con mucha intensidad, y la sensación general es que 2026 va a exigir mucho más criterio que años anteriores. Lo que funcionaba por inercia ya no funciona. Y eso, aunque pueda parecer incómodo, es precisamente el terreno donde una cartera como Icaria Patrimonio debería sentirse cómoda.

Voy a intentar contaros cómo hemos vivido el mes desde dentro, qué está pasando en los mercados y, sobre todo, qué ajustes estamos haciendo en la cartera y por qué.

El mes empezó con los mercados de renta variable americanos todavía celebrando la fiesta de 2025, pero con una resaca que se notaba cada vez más. Las grandes tecnológicas presentaron resultados que, en su mayoría, fueron buenos o incluso muy buenos. Pero el mercado respondió con caídas. Eso es algo que a quien no esté acostumbrado le puede desconcertar, y sin embargo tiene una explicación bastante sencilla, cuando todo el mundo espera la perfección, lo bueno ya no basta. Las valoraciones habían descontado un futuro demasiado optimista, y la realidad empezó a imponer su propio ritmo.

> *Las tasas de morosidad en crédito suprime en Estados Unidos llevan meses subiendo, tanto en tarjetas de crédito como en préstamos de automóviles. Son niveles que no veíamos desde antes de la pandemia*

> *En Icaria Patrimonio, todo esto es exactamente lo que buscamos anticipar. No nos interesa acertar con la próxima acción de moda ni adivinar si la IA va a cumplir todas sus promesas. Nos interesa tener una cartera que funcione razonablemente bien en cualquier entorno*

> *Es una cartera diseñada para generar retornos consistentes manteniendo la volatilidad y los drawdowns bajo control*

Lo que más ruido generó fue el gasto en inteligencia artificial. Las grandes compañías anunciaron planes de inversión descomunales en infraestructura de IA, y el mercado, que hace un año celebraba cada anuncio de *capex* como si fuera una fiesta, empezó a hacer algo que no hacía desde hacía tiempo, pedir cuentas. Quiere ver ingresos, retornos, algo tangible. Esa transición del entusiasmo a la exigencia es sana, pero genera volatilidad. Y cuando la volatilidad aparece, los activos especulativos son siempre los primeros en sufrir. Bitcoin cayó con fuerza durante el mes, alejándose cada vez más de las promesas de paraíso cripto que se habían hecho desde Washington. Mientras tanto, el oro seguía haciendo lo suyo, subiendo con calma, pero con firmeza, como lleva haciendo los últimos dos años.

Pero lo que me preocupa más que la volatilidad puntual es lo que se está gestando debajo de la superficie. Las tasas de morosidad en crédito suprime en Estados Unidos llevan meses subiendo, tanto en tarjetas de crédito como en préstamos de automóviles. Son niveles que no veíamos desde antes de la pandemia. Los despidos anunciados han alcanzado cifras que no se registraban en más de dos décadas. La confianza del consumidor sigue deteriorándose. Y el sector manufacturero, medido por los PMI, no termina de despegar ni en Estados Unidos ni en Europa. Son señales que por separado no significan mucho, pero que juntas dibujan un cuadro que merece atención.

Y luego está la deuda. El déficit presupuestario de Estados Unidos sigue en niveles que deberían preocupar a cualquiera, y la deuda federal como porcentaje del PIB no para de crecer. Esto no es un problema de mañana, es un problema que se acumula y que en algún momento tendrá consecuencias para los tipos de interés, para el dólar y para la capacidad del gobierno americano de maniobrar cuando llegue la próxima recesión. Para quien gestiona patrimonio con vocación de largo plazo, esto refuerza la importancia de tener exposición a activos reales y a divisas diversificadas.

En Icaria Patrimonio, todo esto es exactamente lo que buscamos anticipar. No nos interesa acertar con la próxima acción de moda ni adivinar si la IA va a cumplir todas sus promesas. Nos interesa tener una cartera que funcione razonablemente bien en cualquier entorno. Con más de mil activos subyacentes distribuidos entre Europa y América, diversificados en una decena de grandes categorías, buscamos que cada pieza cumpla su función y que el conjunto sea más resistente que cualquiera de sus partes por separado.

AJUSTES Y CAMBIOS EN LA CARTERA

La cartera actual cierra enero con una distribución que refleja nuestra visión patrimonialista:

	Enero 2026	Objetivo
Repo y pagarés	11%	5-10%
Cat bonds y frontera	10%	5-10%
Real asset	13%	10-20%
Hedge funds	14%	10-15%
Private equity	19%	15-30%
Deuda privada	12%	10-20%
Renta variable	21%	20-30%

Es una cartera diseñada para generar retornos consistentes manteniendo la volatilidad y los *drawdowns* bajo control.

> *El cambio más relevante es que estamos reduciendo progresivamente el peso de la renta variable cotizada y del private equity para dar entrada a una nueva categoría, deuda cotizada, que queremos llevar hasta cerca del quince por ciento de la cartera*

Pero una cartera no es algo estático, y durante los últimos meses hemos ido trabajando en la transición hacia una cartera neutral-defensiva. El cambio más relevante es que estamos reduciendo progresivamente el peso de la renta variable cotizada y del *private equity* para dar entrada a una nueva categoría, deuda cotizada, que queremos llevar hasta cerca del quince por ciento de la cartera. Esto incluye activos como bonos de mercados frontera en moneda local, bonos catástrofe y titulizaciones de crédito con perfiles de rentabilidad atractivos y baja correlación con el resto de la cartera. Al mismo tiempo, estamos incrementando ligeramente el peso de activos reales y de *hedge funds*.

La lógica es sencilla. Después de dos años extraordinarios para la renta variable, el margen de seguridad se ha estrechado. No estamos diciendo que las bolsas vayan a caer, pero sí que la relación entre rentabilidad esperada y riesgo asumido ha cambiado. En ese contexto, encontramos más valor en otras categorías que ofrecen rentabilidades atractivas con riesgos mejor acotados.

Dentro de los fondos que estamos analizando e incorporando, hay varias ideas que me parecen especialmente interesantes.

> *Los cat bonds, o bonos catástrofe, son un activo que llevamos tiempo estudiando y que encaja perfectamente en nuestra filosofía. Son instrumentos que pagan una prima a cambio de asumir el riesgo de que ocurra un evento catastrófico natural. Lo que los hace tan valiosos para una cartera como la nuestra es que están totalmente descorrelacionados de los mercados financieros*

Los *cat bonds*, o bonos catástrofe, son un activo que llevamos tiempo estudiando y que encaja perfectamente en nuestra filosofía. Son instrumentos que pagan una prima a cambio de asumir el riesgo de que ocurra un evento catastrófico natural. Lo que los hace tan valiosos para una cartera como la nuestra es que están totalmente descorrelacionados de los mercados financieros. No les afectan los tipos de interés, ni las decisiones de la Fed, ni la guerra comercial, ni los resultados de las tecnológicas. Cuando todo lo demás se mueve al unísono en un momento de pánico, los *cat bonds* simplemente hacen su trabajo. Su rentabilidad histórica es notable, pero lo verdaderamente diferencial es que esa rentabilidad se genera con sin riesgo de crédito y sin dependencia alguna de lo que ocurra en la economía. ¿Con quién lo hacemos? A través de la clase institucional de la mano del número 1, Fermat, la gestora con mejor track record de la categoría.

También hemos incorporado bonos de mercados frontera en moneda local. Es un segmento que ofrece rentabilidades elevadas con un comportamiento más descorrelacionado que la deuda emergente tradicional en moneda dura. Cuando compras deuda de estos países en su propia divisa, añades una fuente de retorno adicional que no depende del dólar, y eso en el entorno actual tiene mucho valor.

La gestión de la liquidez es otro aspecto que cuidamos mucho. La mitad de la cartera tiene liquidez diaria o semanal, cerca del ochenta por ciento es liquidable en un mes, y la totalidad en un trimestre. Esto nos permite mantener la flexibilidad para actuar si surgen oportunidades, sin renunciar a las primas de iliquidez que ofrecen los mercados privados. Es un equilibrio que no es fácil de conseguir, pero que marca la diferencia cuando los mercados se complican.

El entorno actual de crédito nos obliga a ser especialmente selectivos. Los spreads de crédito, tanto en Estados Unidos como en Europa, están en niveles históricamente bajos. Eso no significa que el crédito vaya a dar problemas mañana, pero sí que el mercado está pagando muy poco por asumir riesgo de impago. Y mientras tanto, las tasas de default empiezan a repuntar y el recurso al PIK, que es básicamente pagar intereses con más deuda en lugar de con efectivo, se está generalizando. Cuando ves esas dos cosas a la vez, spreads comprimidos y calidad crediticia deteriorándose, conviene tener los ojos muy abiertos. No es el momento de buscar rendimiento a cualquier precio en el mercado de crédito.

> *En definitiva, enero ha sido un mes que ha validado nuestra forma de construir carteras*

En definitiva, enero ha sido un mes que ha validado nuestra forma de construir carteras. Diversificación real, no solo entre acciones y bonos, sino entre categorías de activos que se comportan de forma distinta en distintos entornos. Y lo más importante, no a cualquier precio, si no siempre de la mano de las mejores gestoras de cada categoría lo cual sin duda, marca la diferencia en el largo plazo. Protección frente a escenarios adversos sin renunciar a participar en los buenos tiempos. Y, sobre todo, un enfoque que prioriza la preservación del capital y la consistencia a largo plazo por encima de la maximización de la rentabilidad en un momento concreto.

Los mercados van a seguir siendo impredecibles. Lo han sido siempre y lo serán siempre. Lo que podemos controlar es cómo nos preparamos para esa imprevisibilidad. Y eso es exactamente lo que hacemos cada día en Icaria Patrimonio, construir una cartera que funcione sea cual sea el entorno, con la paciencia y la convicción de quien sabe que invertir no es una carrera de velocidad, sino de resistencia.

NOTAS SOBRE LOS FONDOS ALTERNATIVOS DE LA CARTERA

Horizon Capital — Situación en Oriente Medio

> *Horizon ha realizado una revisión completa de su exposición a la región. El resultado es que no se ha registrado ningún impacto en el valor liquidativo del fondo hasta la fecha*

Quiero dedicar unas líneas a Horizon Capital porque sé que la situación geopolítica en Oriente Medio puede generar preguntas legítimas sobre cualquier fondo expuesto a *trade finance* internacional. Hemos mantenido contacto directo con el equipo de gestión durante las últimas semanas y la información que tenemos es tranquilizadora.

Horizon ha realizado una revisión completa de su exposición a la región. El resultado es que no se ha registrado ningún impacto en el valor liquidativo del fondo hasta la fecha. La exposición directa a la zona afectada se limita a una posición de financiación de inventario energético almacenado en Fujairah (Emiratos Árabes), que representa aproximadamente un 5,9% del patrimonio del fondo europeo. Es una posición contenida, respaldada por inventarios físicos de petróleo de los cuales la mitad ya está pre-vendida, y cuenta con seguro contra riesgo de guerra sobre las infraestructuras de almacenamiento. La ubicación en Fujairah, que se encuentra después del Estrecho de Ormuz, mitiga además el riesgo de bloqueo logístico.

Un dato que dice mucho, los fondos de commodity trade finance de Horizon han registrado suscripciones netas positivas de ciento cuarenta y tres millones de dólares en el último trimestre. Cuando los inversores institucionales están entrando en un fondo en un momento de tensión geopolítica, es una señal clara de confianza en la gestión.

Allianz ALWOCA y BlueOrchard Microfinance — Evolución positiva

> *Cuando ves que el dinero institucional fluye hacia un fondo, y no sale de él, es una validación externa de que la gestión está funcionando y que los inversores con más recursos para analizar estos vehículos confían en ellos*

En la parte de deuda privada y microfinanzas, tanto Allianz ALWOCA como BlueOrchard Microfinance siguen mostrando una evolución positiva y consistente con lo que esperamos de ellos. Ambos fondos han registrado suscripciones netas importantes en los últimos meses, lo que refleja una demanda institucional sólida por este tipo de estrategias. Cuando ves que el dinero institucional fluye hacia un fondo, y no sale de él, es una validación externa de que la gestión está funcionando y que los inversores con más recursos para analizar estos vehículos confían en ellos.

Estos fondos cumplen un papel muy específico dentro de la cartera, aportar rentabilidad estable con baja volatilidad y descorrelación casi total respecto a los mercados cotizados

Estos fondos cumplen un papel muy específico dentro de la cartera, aportar rentabilidad estable con baja volatilidad y descorrelación casi total respecto a los mercados cotizados. En un entorno donde los spreads de crédito están comprimidos y la calidad crediticia empieza a deteriorarse en ciertos segmentos del mercado, tener exposición a microfinanzas y a crédito alternativo con gestores de la calidad de Allianz y BlueOrchard nos parece especialmente valioso. Son posiciones que no generan titulares, pero que mes a mes hacen exactamente lo que deben hacer, generar retorno consistente mientras todo lo demás se mueve.

Seguimos en Icaria Patrimonio trabajando en el perfil más robusto posible para el entorno macroeconómico en el que nos encontramos.

Hasta aquí nuestro comentario mensual de Icaria Patrimonio FIL relativo al mes de Enero. Aprovecho para agradecer la confianza depositada en este proyecto.

Seguiremos trabajando con disciplina y transparencia y sobre todo, seguiremos construyendo.

El fondo Icaria PATRIMONIO FIL FI (ISIN ES0147415006) es un fondo inscrito en el registro de la CNMV con el número: 131 y con fecha de inscripción: 04/04/2025 en la categoría de Fondos de Inversión Global. Nivel de riesgo es 6/7 (siendo 7 riesgo muy alto). El Fondo está gestionado por Andbank Wealth Management SGIIC, S.A (Grupo Andbank). La entidad depositaria del fondo es Banco Inversis S.A. y la firma auditora del mismo es Capital Auditors and Consultants SL. El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de Icaria Capital Cartera Permanente FI. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral y trimestral, reglamento de gestión y CCAA). Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la página web de la gestora Andbank Wealth Management, SGIIC, S.A.U https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos/ y en la página web de la CNMV: https://www.cnmv.es La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en https://www.andbank.es.

Andbank Wealth Management, S.G.I.I.C., S.A.U. • CIF: A-78567153 • Calle Serrano, 37 - 1ª • Registro Mercantil de Madrid: Tomo 31.045, Folio 5, Sección 8ª, Hoja M-558.774 • Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV: nº 237.

Comentario a cierre de enero

https://www.youtube.com/watch?v=O44UW9DjLWw

Hoy hablaremos del cierre de enero en Icaria Patrimonio. Hay mucha gente interesada en ver su evolución y qué perspectivas hay en el análisis macro. Últimamente estamos viendo noticias de incertidumbre, empieza a haber problemas en algunos fondos y en algunas empresas, así que es más importante que nunca la opinión de un gestor profesional.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Visión macro: estanflación y el "TACO Trade"

Llevamos unos meses bastante intensos, y así seguimos. Los últimos datos que hemos tenido este febrero es que el crecimiento se está ralentizando en Estados Unidos, que es el mercado de referencia y por lo tanto es el que tenemos que analizar. Fruto de los eventos geopolíticos y de la guerra, la inflación está creciendo, las expectativas de inflación están creciendo, y eso sería el peor escenario que puede darse para los activos de riesgo.

Algo que he comentado varias veces es el llamado TACO Trade, que significa básicamente que Trump siempre se echa atrás. Yo creo que es lo que sucederá aquí también, así que cuando suceda, probablemente tengamos un repunte en los activos de riesgo. Estos días también compartí un tuit de Bloomberg sobre la evolución en los últimos 18 meses del mercado laboral americano, que es bastante ilustrativo. Tenemos por un lado un mercado laboral sufriendo, una inflación más pegajosa de lo que se preveía y un crecimiento ralentizándose. No es una buena combinación.

Crisis en Direct Lending: BlackRock, Blackstone, Blue Owl

A eso le tenemos que añadir todo el ruido que ha habido últimamente de problemas en fondos de Direct Lending. BlackRock ha congelado uno de sus fondos insignia de Direct Lending. Blackstone no ha llegado a ello, pero en mi opinión llegará. Blue Owl más de lo mismo. Los BDCs que invierten en Direct Lending más de lo mismo. Probablemente esto se termine trasladando a otras categorías de activos.

Tengo que decir que en los 15 años que llevo ligado al mundo de la inversión profesional, no había visto eventos como estos. Ni en el año 2000, ni en el año 2018 ni en el año 2022. ¿Tantos eventos de fondos tan grandes, de primeras entidades, sufriendo con este nivel? No lo había visto.

Por qué Direct Lending refleja problemas en la economía real

No soy el único que habla sobre ello. Hay bastantes voces que alertan sobre los potenciales riesgos. No olvidemos que Direct Lending es financiar a empresas, sólo que en vez de financiarlas un banco, las financia un fondo. ¿Y qué es la economía? Son empresas. Entonces, si Direct Lending está sufriendo, es que la economía está sufriendo.

Es cierto que los fondos de Direct Lending han sido fruto del crecimiento en activos bastante laxos, bastante flexibles a la hora de otorgar financiación. Es decir, no han sido lo exigentes que deberían. Pero esos problemas no dejan de ser en la economía real, por lo que probablemente tenga un contagio al resto de activos. Así que mi visión macro es que los últimos meses están siendo intensos, como mínimo.

Cartera Permanente vs. cartera diversificada

Gestionar carteras diversificadas que no sean la Cartera Permanente es complicado en estos momentos. Porque una Cartera Permanente son cuatro activos, los más grandes del planeta Tierra; oro, bonos gubernamentales, renta variable y cash. Y eso no tiene más razón de ser.

Es estructuralmente una balanza a largo plazo. Son vehículos pasivos. Un bono gubernamental es considerado activo libre de riesgo, tiene el riesgo de tipos claro. La renta variable no está gestionada por un gestor, son fondos indexados. El efectivo es lo más robusto, y el oroatiende a conceptos macro.

No hay una lectura que hacer ahí, eso funciona como está y no hay más. Pero es diferente cuando gestionas un fondo diversificado. Los problemas que hay en Direct Lending se pueden trasladar a renta variable, a renta fija corporativa, a Hedge Funds... se pueden trasladar a toda categoría de activos.

Decisiones tomadas: cero Direct Lending, menos Private Equity

Es el momento de hacer los deberes, que es algo que llevo diciendo casi seis meses. Esos deberes nos han llevado a tomar decisiones, como no tener nada de exposición a Direct Lending, entre otras cosas.

Hemos reducido bastante la exposición a Private Equity por los motivos comentados en las cartas que enviamos mensualmente y por los motivos que comentamos en los últimos comités, así que son sabidos por todos. Las añadas pre-2022 y etcétera, etcétera. Son decisiones que hemos tomado que se han demostrado que han sido acertadas. Podrían no haberlo sido, pero han sido acertadas.

A pesar de que tengas una cartera diversificada, que a largo plazo lo va a hacer bien, eso no te exime de que el gestor deba estar al día de lo que sucede, y deba reunirse con las gestoras de tu fondo.

"Soy el inversor más pesado de España" (la anécdota)

Escribo todas las semanas a las gestoras, sin excepción, hasta el punto de que una de las gestoras dejó de contestarme. Lo cuento como anécdota que hay que contar de vez en cuando, para quitar seriedad al asunto.

Dejaron de contestarme porque les había enviado unos 15 correos en los últimos dos meses. No me contestaron una semana y les escribí por LinkedIn, pidiéndoles una actualización satisfactoria.

Objetivo de Icaria Patrimonio: dormir tranquilo

En cualquier escenario estoy muy tranquilo con la cartera actual, es algo que quiero trasladar a los partícipes. Estamos en marzo y estoy tan tranquilo como estaba hace un mes.

Pero, como digo, hay que hacer los deberes. Hay que perseguir, por muy ocupados que estén, a los gestores. Yo los persigo hasta el infinito y más allá, para tener una visibilidad absoluta de lo que está ocurriendo con nuestro patrimonio.

https://t.me/IcariaPatrimonio

¿Qué es lo que busca Icaria Patrimonio Fil? Ser un fondo patrimonialista, donde la gente tenga su patrimonio depositado y pueda dormir relativamente tranquilo porque el fondo lo hará razonablemente bien. Y para hacerlo razonablemente bien, hay que estar encima de estas cosas.

Cómo ajustamos la duración en renta fija

Sobre la Renta Fija Corporativa, hay que contextualizar. Puede haber problemas, claro, si viene una recesión. Hay determinados activos que tienen que tener presencia en una cartera, ineludiblemente. Podemos jugar con los rangos de tener más o menos exposición, como hemos hecho con Private Equity, pero hay activos que tienen que tener presencia, porque la cartera ya está preparada para navegar por una recesión, no hay que tomar decisiones drásticas.

Lo que hay que tener es una posición neutra-defensiva, que es la que tenemos. En el caso de que venga una recesión, que la caída sea contenida, para que todo el mundo pueda atravesar un periodo complicado sin que lo sea tanto. Ese es el objetivo. Si tienes un fondo de Renta Fija Corporativa Investment Grade y viene una recesión, dependiendo de la duración de la cartera, puede caer más o menos. Un fondo de renta fija corporativa a corto plazo, pues igual te cae un 7%. Un fondo de renta fija a muy largo plazo, pues igual te cae un 40%. Es ahí donde está la diferencia.

Nosotros hemos hecho bien los deberes ahí, no tenemos nada de exposición en renta fija a largo plazo, todo está a corto. Es el pequeño ajuste que hacemos, que es a lo que nos dedicamos. Sobre un Asset Allocation, que es sobresaliente, hacemos ajustes en función del entorno para adaptarnos, para hacer nuestro trabajo.

Oro: perspectivas a corto y largo plazo

El oro ha subido mucho. Probablemente pueda caer, probablemente pueda subir. Es difícil adivinar esto cuando, a día de hoy, los flujos de los retails están tan presentes, comprando lo que sube. Por lo que adivinar los movimientos es imposible. Lo que sí que puedo decir es que el oro, a 5 o 10 años vista, probablemente lo haga muy bien, por la situación de deuda y desconfianza hacia los estados. Eso es lo que sí puedo decir. Ahora bien, desconozco si en 2026 lo va a hacer bien el oro.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Si tuviese que lanzar una moneda. diría que probablemente tenga una corrección importante en algún momento, porque ha subido mucho, pero eso no es más que jugar a las adivinanzas, y no tiene mucha lógica. Nosotros lo que hemos hecho es reducir peso en el oro. Llegó a pesar en torno a un 4% o 5% dentro de Icaria Patrimonio, y ahora pesa en torno a un 2,5%.

No vendemos oro ni compramos oro hasta el infinito, simplemente vamos regulando una cartera que ya de por sí funciona. Ese es el principio. Con los preocupantes niveles de deuda en Estados Unidos y en la mayor parte de los países, activos reales como el oro deberían hacerlo razonablemente bien.

Asset allocation actual del fondo

En la situación actual, el reparto de activos actualmente en Icaria Patrimonio queda de la siguiente manera;

Tenemos una exposición a Renta Variable del 22%, a Private Equity de en torno al 19%.A cierre de febrero será algo menos de ese 19%, ya lo anticipo. Una exposición a Activos Reales del 10% y una exposición a Microfinance, Horizon, Allianz ALWOCA y derivados del 10%. Y luego tenemos los Cat-Bonds, Deuda Frontera y algo de renta fija a corto plazo, del 10% también.

Brevan Howard: cambio a clase EUR y por qué importa

Hemos incrementado la parte de Hedge-Funds hasta el 14%. Hablamos de Hedge-Funds de primer nivel. Sabéis que mi favorito en cartera es Brevan Howard. Es un absoluto lujo poder estar ahí, entre otros muchos fondos que hay en Icaria Patrimonio, que sería prácticamente imposible acceder de forma individual al inversor minorista. Brevan Howard es uno de ellos. Hemos incrementado posición en él hasta el 7% y nos han permitido cambiar a la clase denominada en Euros, algo para lo que pedían un volumen de 20 millones.

La clase en euros es tremendamente interesante, porque el dólar pasa a afectarnos menos en esa parte de la cartera. Pasamos a ser inversores directamente en euros, que

https://t.me/IcariaPatrimonio

para mí es muy interesante. Exposición a dólar es interesante tener, pero ya la tenemos en otros activos, así que todo lo que sea reducirla no está de más.

Análisis de 30+ fondos long/short equity

En la carta de febrero hablaré sobre un análisis bastante potente, con unos 30 y pico fondos que hemos hecho de Long-Short renta variable, los mejores fondos de Long-Short del mundo. Hemos llegado a la conclusión de que incorporar varios de ellos es una forma de obtener rentabilidades positivas, no tanto como las del MSCI World, pero sí que son un muy buen complemento.

Los fondos que hemos escogido cumplen unos criterios que hemos seleccionado de forma muy concreta. No nos hemos ido a los fondos Long-Short más rentables, porque para eso ya invertiríamos en renta variable, sino que nos hemos ido a los fondos Long-Short que mejor complementan la parte de renta variable.

¿Qué significa esto? Fondos Long-Short que, en las últimas crisis, desde 2016, hayan subido en prácticamente todas ellas, de media. Eso es lo que buscamos. Fondos que no tengan la misma rentabilidad que el MSCI World, porque evidentemente si es un Long-Short no la tendrá, pero que tengan una rentabilidad atractiva y que cuando caiga la bolsa, ayuden a compensar las caídas, es decir, generen un mayor Sharpe, generen mejores métricas de riesgo. Así que estamos muy contentos con la selección que tenemos ahí.

Por qué cuatro fondos y no uno: escepticismo con los backtests

Han sido cuatro fondos que son los que mejor se complementan con la parte de renta variable, por lo que serán un complemento para arañar algo de rentabilidad, sin incrementar el perfil de riesgo.

Yo soy una persona muy escéptica con los backtest, a pesar de que empecé mi carrera profesional en el mundo Quant, soy bastante escéptico. Ese es el motivo por el que en vez de incorporar un fondo, incorporamos cuatro.

https://t.me/LegariPatrimonio

El problema es que sobre el backtest, el comportamiento puede ser X, pero sobre el rendimiento futuro no va a ser X, ya lo digo. Entonces, la forma de neutralizar ese riesgo de optimización, que siempre existe en un backtest, es utilizar fondos que tengan poca relación entre sí, dentro de la misma categoría de Long-Short.

Si esos fondos dentro de la misma categoría tienen poca relación entre sí y todos ellos se complementan bien con la parte de renta variable, estás reduciendo esa merma de métricas que vas a obtener a futuro. Siempre vas a tener una merma futuro de las métricas, pero es una forma de reducirla.

Oriente Medio: impacto en cartera

Esta situación le afecta a varios de los fondos de Icaria Patrimonio; por ejemplo a los fondos de Deuda Fronterao de Renta Variable, con un perfil más cañero, les está afectando. Tanto es así que en el momento en que grabamos este vídeo, el Euro Stoxx lleva una caída del 7% aproximadamente, desde máximos.

Después, a los fondos tipo Horizon, que está expuesto a materias primas en un momento en el que las materias primas han tenido una volatilidad extrema, son a los que he estado persiguiendo de forma extraordinaria en las últimas semanas. Hoy mismo he tenido una reunión con ellos, en la cual me dicen que la exposición directa a la zona de conflicto es del 6% del fondo. Tienen colateral, por lo que están tranquilos. Prevén cero impacto en el NAV. Estamos ya en marzo, por lo que eso es muy positivo. Así que muy satisfechos ahí. No han tenido reembolsos netos. A pesar de todo el ruido alrededor, tienen suscripciones netas, así que es un gusto tener acceso en tiempo real a la información, porque les escribí hoy para poder reunirme con ellos de urgencia ante una circunstancia que yo creía que lo requería. Así que la realidad es que la situación es buena, por ese lado muy bien.

Allianz ALWOCA y Blue Orchard también tienen una evolución positiva; tienen suscripciones netas, no han visto reembolsos netos en prácticamente ningún mes, y siguen comportándose como deben comportarse, que es de forma estable. No hay nada reseñable ahí.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Valvest: por qué hemos reducido al mínimo

Valvest Steady Income Fund sigue reportando resultados positivos, sigue teniendo suscripciones netas, sigue cumpliendo todos los criterios de inversión, pero ante el entorno macroeconómico que dibujaba al principio, creo que es de los fondos que más puede sufrir. Así que hay que hacer los deberes, tomar decisiones y, en mi opinión, el capital está más protegido en los fondos que acabo de mencionar que en Valvest.

Creo que, de darse problemas, Valvest puede ser uno de los candidatos. No ahora, porque ahora también tengo contacto con ellos y tienen todo el portfolio sin ningún problema, pero quizás en los próximos 12 meses salte alguna sorpresa.

Resumen: parte defensiva y parte ofensiva

Seguimos analizando muchas cosas, en la parte defensiva sobre todo. En la parte agresiva, hacemos esta incorporación de Long-Short Equity, que va a aportar un extra de rentabilidad. Y en la parte defensiva es en la que, sin ninguna duda, más estamos trabajando y más novedades habrá en los próximos meses. Lo contaremos todo con transparencia. Transmitir tranquilidad al inversor tenemos diversificación real, estamos descorrelacionados del mercado lo máximo posible, y eso debe calmar al inversor que puede estar pasándolo mal o teniendo dudas a la hora de invertir sus ahorros de toda una vida, tal y como está la situación actual.

Al final nuestro trabajo es hacer precisamente esto, si no, sería muy sencillo. Para mí, como gestor, tranquilo no está siendo, he de decir. Han sido meses muy intensos, de muchas reuniones y mucho trabajo, pero es cierto que en el punto en el que estamos ahora, sí que estoy muy tranquilo por haber hecho los deberes de antemano. Se están materializando riesgos para los que nosotros ya desde hace meses estábamos preparados, noir ejemplo en toda la parte de Direct Lending. En la parte de Private Equity, que quizás puedan empezar a surgir en algunos meses, nosotros ya estamos más que preparados. Tengo la satisfacción y tranquilidad de que ya hemos recorrido esa parte más intensa y estresante, y ahora mismo estamos en un punto más de construir, que de seguir con ese estrés.

https://t.me/LaCriaPatrimonio

Posicionamiento neutral defensivo del fondo

Debemos decir que ahora mismo el posicionamiento del fondo es más defensivo de lo normal. He explicado varias veces que el fondo tiene tres posiciones; neutral-ofensiva, neutral y neutral-defensiva, y ahora estamos en neutral-defensiva.

Es básicamente donde creo que hay que estar, en base a todo lo que hemos comentado, ciñiéndome a la realidad de lo que está sucediendo alrededor. Y lo positivo es que cuando sea momento para ser neutral ofensivo, lo estaremos. Y contentos todos. Pero es importante tomar esas pequeñas decisiones que hemos ido comentando a lo largo del vídeo, que pueden marcar la diferencia sobre el comportamiento del fondo.

Resultados: cerca de 100 partícipes, 23M€ AUM

Estamos cerca de los 100 partícipes y los 23 millones de euros de patrimonio, a comienzos de marzo.

A cierre de enero teníamos 21,5 millones, pero hemos crecido más, así que muy tranquilos y muy contentos. Enero, que ha sido el mes que hemos reportado recientemente, ha sido positivo, con rentabilidades del +0,84% la Clase A y del +0,86% la Clase I. Veremos qué nos depara el liquidativo de febrero.

La proyección anualizada para la clase I es un 9,21%, a pesar de ser un fondo con mucha prudencia y con una parte conservadora, es un fondo que cuando el mercado lo hace bien, también lo puede hacer muy bien.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Actualidad y backtest de Icaria Patrimonio FIL (marzo-2026)

https://www.youtube.com/watch?v=1ClzHplo9QY

Hoy vamos a hablar de cosas muy interesantes.

Está habiendo mucho ruido a nivel macro. Ha habido malos datos de inflación, fruto de la guerra. Malos datos de crecimiento, sobre todo en Direct Lending y Crédito Privado. Este es uno de los temas que comentaremos.

Hoy traemos fuentes muy fiables del mundo de mercados privados, S&P, Capital IQ, Preking, para rebatir la narrativa imperante. Estoy en contacto con prácticamente todas las gestoras, todas las semanas, llevo el pulso de lo que está sucediendo muy de cerca.

En Europa, cuando pregunto, ¿cómo veis la situación en mercados privados? No saben ni de qué les estoy hablando. Ese es el nivel. Porque no está sucediendo nada, básicamente, en Europa. Está siendo algo que está sucediendo en Estados Unidos. El Financial Times, que es uno de los medios que suele publicar más sobre este tema, ha dado con la tecla de conseguir visitas y generar bastante alarmismo.

La realidad es que no hay temas demasiado preocupantes. Lo que ha pasado es que en Estados Unidos existen unos vehículos que se llaman BDCs, que cotizan como una acción. Tienen un precio diario en todo momento y ese precio se negocia en base a la oferta y la demanda, como una acción. ¿Cuánto vale Apple? Pues la oferta y la demanda que haya en determinado momento. El precio de los BDCs es exactamente igual. Por lo tanto, hay dos puntos clave aquí. Por un lado tenemos un precio y por otro lado tenemos un NAV. NAV significa Net Asset Value, que trasladado a tema sencillo, es la valoración del fondo. ¿Cuánto valen los activos que están dentro del fondo después de descontar deuda? Net Asset Value. En un BDC tienes el valor que te dicen los gestores que tiene un fondo, y por otro lado tienes el precio al que se negocia.

Todo esto viene ya de antes, de Anthropic, que proporciona la herramienta de inteligencia artificial que se llama Claude, que permite desarrollar herramientas de software a golpe de prácticamente clic, sin conocimientos de programación. Le escribes lo que quieres, y lo hace. Puedo decir en primera persona que es algo impresionante. Yo tenía encargada

https://t.me/IcariaPatrimonio

una herramienta para un dashboard personal para llevar las carteras de los fondos, hechas por un informático. Me habían dado un plazo de tres meses y un presupuesto de 15.000€. He construido yo mismo la herramienta en dos semanas, por 200€. Todo esto lo cuento porque el miedo que hay es que el sector del software sufra, ya que a día de hoy, diseñar una app es tremendamente accesible incluso para personas que no tienen conocimiento.

Y eso ha provocado que en el MSCI World o en el SP500, las empresas de software hayan caído un 30, un 40, un 50%. Eso las compañías cotizadas. Compañías a las que se les ha prestado dinero por parte de fondos de Direct Lending, muchas de ellas son compañías de software. Los fondos de Direct Lending tienen más o menos un 20% de exposición a software. Existe el miedo de, si el modelo de negocio de estas compañías quedara disrupcionado, pudieran devolver el capital. Y es un miedo que tiene sentido.

Aquí yo estoy de acuerdo, es un punto importante a tener en cuenta. Cómo afecta la disrupción de la IA a las compañías de software, tanto en mercados cotizados como mercados privados. Ahora bien, UBS está hablando de un default rate en los fondos de Direct Lending del 8%. Esto significa que un porcentaje del 8% de los préstamos que están en cartera, entrarían en default y no pagarían. UBS proyecta que si hay una recesión podría llegar al 15% y los demás bancos de inversión hablan de entre un 5% y un 8%.

Cuando una empresa impaga, ¿cuánto se recupera históricamente de un préstamo impagado? Se suele recuperar en torno a un 50-55%. Por lo tanto, si en una recesión nos fuéramos a un default rate del 15%, como habla UBS en el peor de los escenarios, y recuperamos la mitad, la pérdida real de un fondo de Direct Lending sería del 7,5%, bajo las premisas históricas que han ocurrido en los últimos 20 años. Ahora, el quid de la cuestión está en que si ocurre en compañías de software y hay un 20% de exposición a compañías de software, quizás no se recupere un 50%, porque son compañías que no tienen activos fijos, por lo que quizás se recupere menos, en torno a un 20%, así que en vez de ser pérdidas del 15% podrían ser pérdidas del 10%.

Estamos hablando de pérdidas del 10%, del 15% en un escenario recesivo, no estamos hablando de pérdidas del 50%. Es más, en el caso más grave que hay encima de la mesa de los BDCs, que es el caso de Blue Owl, hay ahora mismo un fondo oportunista que ofrece comprar con un descuento del 30-35%. Los inversores ya han recuperado en

https://t.me/CanalPatrimonio

base a un dividendo el 30% del total y si aceptasen la recompra, saldrían con pérdidas del entorno al 20%, cuando han estado generando una rentabilidad anualizada del 10% anual.

Podemos concluir que es cierto que están pasando cosas en Direct Lending y nosotros **en Icaria Patrimonio tomamos la buena decisión de no tener nada de exposición a Direct Lending**, un 0%, pero conviene explicar las cosas bien, porque se está generando una especie de alarmismo que en mi opinión no es tanto como quiere hacerse ver. Un fondo de renta variable o de Renta Fija High Yield, en una recesión, cae un 30, 40 o 50%. Aquí estamos hablando de otras historias.

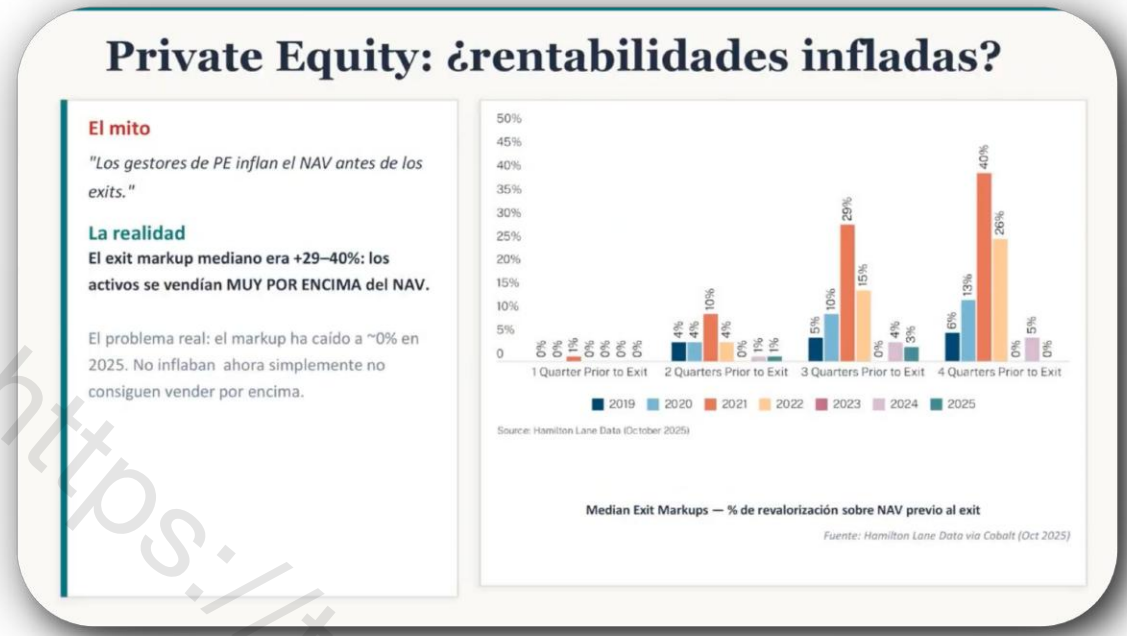
Esto era lo primero que me apetecía señalar. La primera parte, como introducción que quería contar sobre las cosas que están pasando. Sí, son cosas relativamente graves, también hay que decirlo. Son cosas que no se veían desde el año 2007. En el año 2007 ya ocurrieron episodios como estos, pero no son tan graves como los pintan. Y lo digo yo, sin tener exposición alguna desde Icaria Patrimonio, pero es necesario ser objetivo y aportar un poco de realidad al asunto, no pintarlo tan feo como nos dicen.

Segundo, con respecto al ruido que está habiendo sobre el Private Equity. La realidad es que no ha habido ningún tipo de impacto, cero. De hecho, **nosotros redujimos peso en Private Equity hace ya unos meses**, en torno a octubre, noviembre, porque veía que podíamos pasar un periodo de rentabilidades menos elevadas. Es algo que hablamos en los comités de Icaria Patrimonio por el mes de octubre, más o menos.

Aún así, las rentabilidades desde ese momento han seguido siendo satisfactorias. **Llevamos rentabilidades cercanas al 8-10% en un periodo de 7 meses**, en los fondos de Private Equity. Ojalá todos los activos diesen esas rentabilidades.

Y aquí sí que me apetece aportar algo de cordura a varias de las cosas que se dicen, a pesar de que hemos reducido nuestra exposición a Private Equity. Quiero aportar datos objetivos, que es lo que me gusta hacer.

https://t.me/IcariaPatrimonio



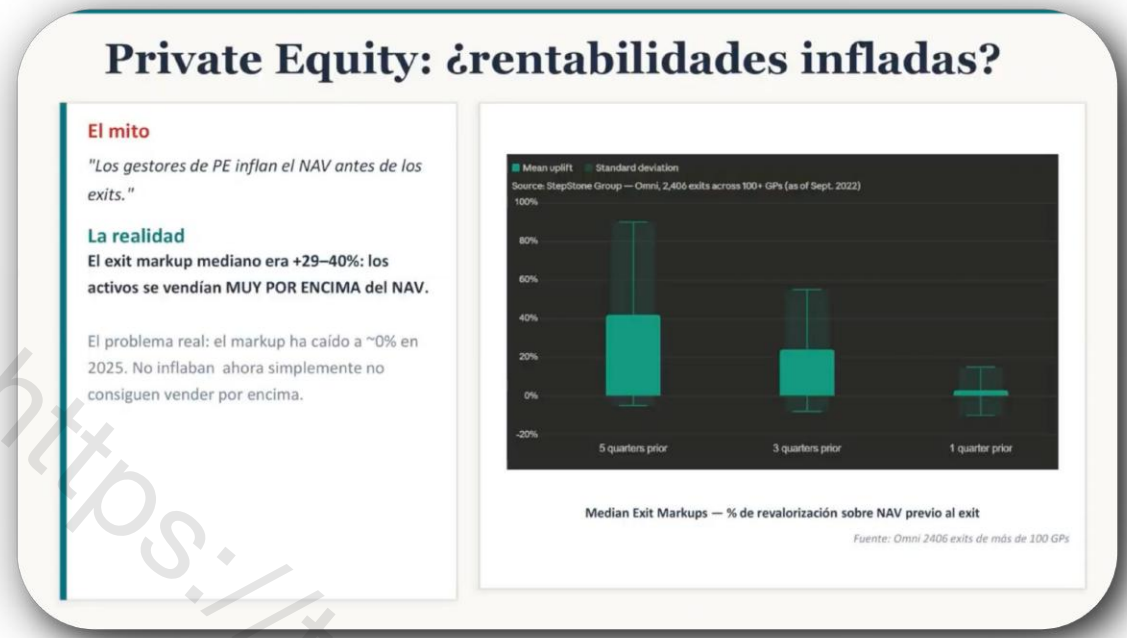
Se comenta que las valoraciones en Private Equity son muy optimistas. Pues bien, os traigo los datos de las valoraciones antes de vender una compañía. Un Private Equity es invertir en una compañía privada. Parece que estamos hablando de algo muy exótico, cuando es algo totalmente normal. De hecho, **nosotros estamos invertidos en compañías como Revolut, Anthropic o Canva**, con ninguna diferencia a si fuerzan cotizadas.

Se habla de las valoraciones antes de hacer las ventas. Veamos. Un fondo de Private Equity compra una compañía, la mantiene un periodo de 5, 6, 7 años y después la vende- Es como funcionan. Lo que vemos arriba es la revalorización que han aplicado a las compañías al salir, a lo largo de los años. Es decir, cuatro trimestres antes de vender las compañías, por término medio han tenido subidas del 6, 13, 40, 26, 5 por ciento.

Tenemos valoradas las compañías en el fondo, y cuando las vendemos, por término medio, las vendemos por un precio mayor al que las teníamos registradas. Por eso no estoy del todo de acuerdo con lo de la contabilidad agresiva.

Esto es un informe de Hamilton Lane, con datos de mercados privados. La base de datos más amplia que pueda haber.

https://t.me/LaguiaPatrimonio



https://t.me/LeariaPatrimonio

Otro de los registros, en este caso de Omni. Esto son 2.406 operaciones de venta, de más de 100 fondos diferentes de Private Equity. Aquí vemos la oscilación media, es decir, cuánto sube. Cinco trimestres antes de venderse la compañía, oscila entre un 0 y un 40% de subida, pero siempre en positivo. Por término medio es una subida importante. Tres trimestres antes de venderse también hay subida. Y un trimestre antes de venderse menos, porque se va ajustando hasta venderla.

La realidad es que son valoraciones que cuando se venden, se ejecutan. Y se ejecutan a los precios que venían registrados. Es cierto que en el año 2025 y 2026, que están siendo años más complicados por la macroeconomía, los *uplift* (las valoraciones que había antes de venderse), están más acotadas, hay menos margen. Pero históricamente, desde el año 2011, por término medio se venden por encima de lo que están registrados. Por lo tanto, no entiendo muy bien ese argumento.

También se dice que los últimos 5 o 10 años ha sido menos rentable. Eso depende del fondo que estemos hablando. Tengo un ejemplo de una inversión que tenemos en el Family Office, en la cual llevamos una TIR desde el año 2022 del 35%. Más del doble que el S&P 500. Como en todo, habrá fondos buenos y habrá fondos malos.

Nosotros **estamos invertidos en Hamilton Lane, que lleva una rentabilidad los últimos años equivalente a la del MSCI World.** Y esto es la parte importante. El S&P 500, desde 1996 hasta 2026 ha hecho un 9,5% anualizado, desde 1928 hasta 2026 un 9,3% anualizado y los últimos 10 años ha hecho un 13,5%. Es decir, los últimos 10 años lleva una rentabilidad muy por encima de su media. No es que los fondos de Private Equity hayan dado una rentabilidad peor, es que el S&P 500 ha dado una rentabilidad estadísticamente muy por encima de su media.

Nosotros tenemos una rentabilidad en torno a un 8-10% en Goldman y en Hamilton Lane, y más acotada en Partners Group, que es el fondo que tiene añadas previas al año 2022 y que ha sufrido más.

https://t.me/LoriaPatrimonio

¿Qué nos aporta eso? Aquí tenemos un gráfico que es muy interesante. Abajo a la izquierda vemos como durante la crisis.com, el Private Equity por término medio recogió el 118% de las rentabilidades que dio la renta variable, es decir, dio una rentabilidad superior a la de la renta variable, y recogió tan solo un 64% de sus caídas. En la crisis financiera del año 2028 recogió prácticamente la rentabilidad de la renta variable y tan solo el 63% de las caídas. Y en la crisis del COVID, antes de llegar a ella, recogió el 125% de la rentabilidad que dio la renta variable y tan solo el 40% de sus caídas.

No es sólo que sea más rentable o menos rentable, es que el camino como inversor es más tranquilo. El argumento de que es más tranquilo porque las valoraciones son agresivas se desmonta con los datos que vemos aquí. No son valoraciones agresivas. Yo diría más bien que el comportamiento de los inversores en la renta variable es muy extremo. Cuando las cosas van bien, sube mucho y las rentabilidades aceleran. Y cuando las cosas van mal cae mucho. Pero es la renta variable la que cae más de lo que debería caer. En el año 2008 se veía cotizar a compañías a PER 2, PER 4. Eso es lo que no es normal. La caída del año 2008 en renta variable la llevó a unos niveles que no eran lógicos.

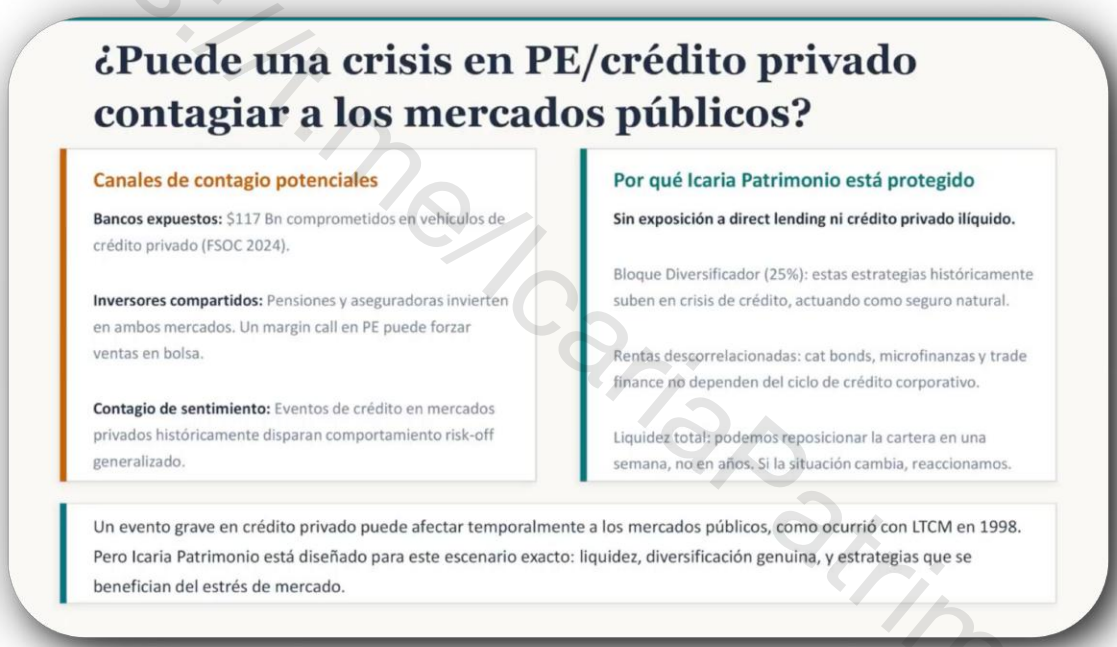
Eso es lo que, en mi opinión, era exagerado.

https://t.me/IcariaPatrimonio

¿A qué se deben hoy las críticas tan generalizadas a la Deuda Privada?

Eso no es algo nuevo. Todos los años hay alguna categoría de activos que sufre, en base a la narrativa. Hablamos muchas veces de que en el año 2022 nos acribillaban en Cartera Permanente por tener oro en cartera, y hoy es uno de los activos más deseados. También uno de los activos más criticados en el año 2023 fue la deuda gubernamental y hasta el año 2021 era uno de los activos más presentes en carteras. Los fondos que tenían deuda gubernamental eran los que traían más flujos.

Es algo recurrente que funciona en el mundo de la inversión, las narrativas van de un lado a otro, pero al final la realidad no es tan mala como se pinta.



Repito, si hubiera un problema en Direct Lending, que puede haberlo en el futuro, nosotros tenemos una exposición del 0%. Si hay un problema en Direct Lending, es tremendamente ingenuo pensar que no se va a trasladar al resto de la economía.

Compartí el otro día en Twitter que sólo en Estados Unidos, los bancos americanos han financiado los fondos de Direct Lending en unos 300-400 mil millones. Por lo tanto, la exposición está en los bancos. Y cuando los bancos están implicados, hay una exposición directa. Los grandes inversores en Direct Lending son fondos de pensiones, aseguradoras y endowments que, si sufren y tienen pérdidas, van a vender sus activos más líquidos, es decir, renta fija y renta variable. Así que por efecto contagio, que es lo que sucedió en muchos otros años, tendríamos un impacto importante.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Direct Lending financia prácticamente un tercio de las empresas americanas. Si un tercio de las empresas americanas tienen problemas para obtener financiación, ¿qué va a pasar con la economía americana? Dicho esto, aunque no tengamos exposición a Direct Lending, sí que hemos estado trabajando con bastante intensidad los últimos meses por si llegara un escenario de contagio. Si hay un escenario de recesión, que no nos coja con una exposición a activos de riesgo muy elevada, para que no nos veamos tan afectados.

Y con esto hablo de exposición a renta variable o exposición a private equity o exposición a renta fija high yield o exposición a cualquier tipo de activo.

Para ello, ¿qué hicimos?

Ya he hablado de ello hace meses. **En Icaria Patrimonio FIL pasamos a un perfil neutral defensivo.** Hemos estado haciendo la transición los últimos tres o cuatro meses. **Ahora mismo tenemos un 50% del fondo en activos cuyo objetivo es generar rentabilidad.** Hay un 21% en Renta Variable, en torno a un 15% en Private Equity y un 14% en fondos Long-Short. En esa parte, el objetivo es generar rentabilidad.

Luego **tenemos un 25% en fondos cuyo objetivo es proteger en un escenario de caídas.** Para ello tenemos Brevan Howard, que es uno de los mejores fondos del planeta Tierra, macro discrecional, pide un mínimo de 10 millones de euros para poder entrar. Es nuestro buque insignia para protegernos en una recesión.

https://t.me/IcariaPatrimonio

También tenemos Transtrend, que tiene histórico desde el año 1995. Tenemos Campbell con track record desde 1977. Son fondos que cuando el mercado cae con fuerza, en una recesión, ellos suben. Y tenemos también exposición a volatilidad, que cuando el mercado cae, sube. Ese 25% busca proteger la cartera, si hay un escenario de recesión, de contagio del crédito privado.

Y, por último, un 25% del fondo está generando rentas. Rentas a través de Cat-bonds, que no tienen nada que ver con la economía. Son bonos ligados a eventos meteorológicos, con cero relación con la economía. Microfinance en países emergentes, que no tienen nada que ver con lo que sucede en la Reserva Federal o en el Banco Central Europeo. Totalmente descorrelacionado.

De hecho, el fondo que tenemos de Microfinance es el número uno a nivel mundial y, en 2008, subió. También tenemos Trade Finance, que son préstamos a 90 días. Un préstamo a 90 días te da un margen de maniobra tremendo, además de ser muchísimo más líquido. En definitiva, tenemos activos muy conservadores, generando rentas constantes.

Si hubiésemos hecho un backtest de los fondos que forman parte de Icaria Patrimonio ahora mismo, esta sería la curva. Vemos claramente el enfoque patrimonialista, con la intención de proteger el patrimonio en caso de que vengan mal dadas. Y en caso de que no suceda una crisis, tener exposición a activos que suban a través del 50% que está en activos que generan rentabilidad.

https://t.me/IcariaPatrimonio

El objetivo principal de Icaria patrimonio FIL es proteger. Buscamos tener un fondo consistente para que las rentabilidades sean estables, como así están siendo. Llevamos siete meses, los siete han sido positivos. Soy optimista para el mes de febrero también.

¿En el caso de nuestro otro fondo, Icaria Renta FIL, le puede afectar en algo estos problemas que está habiendo en Direct Learning o en Private Equity?

No, no hay ningún tipo de impacto. A día de hoy no he visto nada, y me reúno con las gestoras habitualmente. En lo que va de marzo, que hoy es 17 de marzo, el activo que más ha caído ha sido Renta Variable. Es así porque es el activo de más riesgo y el que más ha caído en lo que va de mes.

¿Qué estrategias CTA hay en protección dentro de Icaria Patrimonio?

Tenemos varios de los fondos con más track record, decía antes, desde 1995 y desde 1977, que son Transtrend y Campbell. También tenemos Winton Managed Futures Trend Fund. Son las mejores casas del mundo dentro de los CTAs. Buscan capturar tendencias.

Cuando tienes una recesión, como el mercado cae con fuerza, estos fondos buscan capturar tendencias que protejan de esa caída, generando rentabilidad positiva. Por ejemplo, Brevan Howard, que lo tenemos en cartera, en el año 2008 llegó a dar una rentabilidad positiva del 30 y pico por ciento, mientras que la bolsa caía a un 55%. Transtrend subió un veintipico por ciento si no recuerdo mal, Campbell también subió, ectétera. Son fondos que están ahí para eso, en el bloque de protección. Lo tenemos todo bastante bien atado.

Ese es el posicionamiento actual, neutral defensivo. Si viniesen caídas en Renta Variable y en Private Equity, aumentaríamos nuestra exposición a estos activos, para tener una rentabilidad potencial superior, pero la realidad es que ahora mismo estamos muy defensivos, con este posicionamiento.

https://t.me/IcariaPatrimonio

¿Se está estudiando alguna incorporación en Icaria Renta FIL?

En Icaria Renta ahora mismo tenemos también un perfil muy defensivo. Tenemos una parte de la cartera destinada a generar rentas constantes, como en Icaria Patrimonio. Y tenemos otra parte de la cartera destinada a estrategias poco ligadas a crédito. Digamos que estamos 50/50.

¿Qué quiere decir poco ligadas a crédito? Que si hay una recesión, lo que va a sufrir es crédito, es decir, crédito es préstamos a empresas y que no esté tan ligado a préstamos a empresas. Sigue siendo deuda. Por ejemplo, los Cat-Bonds no tienen exposición a crédito, Microfinance no tiene exposición a crédito. Tenemos Trade-Finance de commodities, que son préstamos con colateral de materias primas. Ahí la exposición a crédito es inferior.

Es lo que buscamos, fondos que en cualquier contexto de mercado puedan hacerlo razonablemente bien, para que Icaria Renta también tenga un perfil más defensivo de lo que originalmente estaba pensado. ¿Para qué? Para que aunque hagamos pequeños ajustes, sí nos preparamos para las cosas que estamos viendo. Sin hacer grandes ajustes, porque la cartera está preparada para hacerlo bien en cualquier entorno, pero haciendo los deberes, como digo siempre.

¿Y en Icaria Patrimonio FIL?

En Icaria Patrimonio hemos trabajado muchísimo en incorporar fondos que ayudaran a descorrelacionar de la Renta Variable. Incorporamos en ese 50% destinado a generar rentabilidad, fondos con exposición a Renta Variable pero de estilo Long-Short.

Long-Short significa que una parte de la cartera del fondo está comprada en acciones y una parte de la cartera está vendida, para que tu exposición, en vez de ser 100% renta variable, sea del 50%. ¿Qué tiene esto de positivo? En varios de los fondos que hemos incluido, en caídas como 2020 o 2022, que son caídas fuertes del mercado, estos fondos no cayeron.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Es una forma de generar rentabilidad inferior a la de la renta variable, eso es cierto, pero que incluso cuando la renta variable cae, estos fondos pueden no caer, lo cual es muy interesante para un posicionamiento neutral defensivo.

El análisis lo hemos hecho sobre un total de 50-60 fondos Long-Short, nos hemos reunido con unas 20 gestoras y finalmente **nos hemos quedado con 4 fondos para Icaria Patrimonio.** Tenemos 4 fondos integrados en la parte de rentabilidad Long-Short y ahí sí que hemos echado bastantes horas de trabajo. Después, en la parte de protección, incorporamos a **Assenagon Alpha Volatility**, que son estrategias de coberturas con volatilidad. Como si comprásemos un seguro, pero con la diferencia de que un seguro suele costar un 3-4% anual, y nosotros la exposición la tenemos a través de dos fondos que invierten en volatilidad, es decir, suben cuando la bolsa cae, pero no tiene coste.

Su rentabilidad esperada es de en torno al 0,5%, es positiva. **Es como si comprásemos un seguro gratis.** Es cierto que esa parte, que es en torno a un 4%, no genera rentabilidad positiva satisfactoria, pero **ante caídas del mercado, este tipo de fondos te pueden subir un 30%.** En 2020 o 2022 subieron un 30%, por ejemplo. Son fondos muy interesantes para compensar las caídas de la parte de “rentabilidad” de la cartera.

Digamos que ese 50% de rentabilidad busca estar neutralizado por ese 25% de protección y ese 25% de rentas estables.

¿Qué exposición actual hay a Real Assets y a Infraestructuras?

Infraestructuras está dentro de Real Assets. Ahora mismo tenemos en torno a un 4% en Infraestructuras, y no descarto ampliarlo hasta un 6-7%. Me parece que es una tipología de activo muy interesante. Sí que es cierto que infraestructuras es muy amplio, puede cubrir desde infraestructuras renovables o data centers, hasta gestión de residuos. Yo me iría a la parte más conservadora, como renovables, gestión de aguas, ectétera. Es el perfil de fondos que estamos buscando para el entorno actual, tenemos en torno al 4% y podría irse al 7%.

En Real Assets tenemos un 12-13% porque hemos incorporado algo de exposición a commodities, para estar protegidos en un escenario de estanflación. Las commodities en un escenario de estanflación lo hacen muy bien, y hemos incorporado un

https://t.me/IcariaPatrimonio

fondo de gestión activa de commodities que encaja muy bien con el perfil de Icaria Patrimonio FIL.

También tenemos algo de oro, algo de Real Estate no cotizado, en torno a un 12%, sin ser descartable llevarlo hasta un 15%.

¿Qué opino de incorporar apalancamiento en nuestros fondos, como hace mi compañero y socio Rafa?

No, porque como buen gallego, soy muy conservador. No me gusta usar apalancamiento en los fondos, aunque exista la posibilidad. Nunca digas nunca, pero no lo veo, no es para mí. No me parece mal, pero no encaja con mi filosofía.

¿Hay algún peligro en Icaria Renta, dado el entorno macro?

Nada, en Icaria Renta soy optimista. Veía una captura de El Economista hoy, que venía a decir que los fondos de Renta Fija de deuda pública global han caído en lo que va de marzo un 3%. Ha habido caídas fuertes en renta fija.

Icaria Renta, a pesar de que es un fondo de deuda, no tiene absolutamente nada que ver con esa caída esperada. Diría que no llega ni a un tercio de esa caída.

En base a lo que está sucediendo en Renta Fija, que está habiendo caídas importantes este mes, no las veo reflejadas en Icaria Renta, al menos a día 17 de marzo. Febrero será un mes positivo, enero ha sido positivo, diciembre también fue positivo. Es un fondo muy conservador, por lo que no tengo gran preocupación, la verdad.

¿Podría haber la posibilidad de incluir Bitcoin en Icaria Patrimonio en el futuro?

En Icaria Patrimonio podría ser, pero no más de un 1%. A mí me gusta mucho la tesis de Bitcoin. A nivel macro tiene mucho sentido. Los estados son irresponsables, cada vez se endeudan más, los déficits no se corrigen, todo eso tiene todo el sentido del mundo. Bitcoin es una forma de protegerse ante eso, la tesis macro me encanta, pero faltan años de historia. En mi opinión falta que sea más predecible en su comportamiento, que sepas a qué inputs macro responde su comportamiento.

https://t.me/IcariaPatrimonio

A día de hoy, Bitcoin es bastante errático, es difícil predecir que si sucede esto, Bitcoin va a hacer esto otro, es difícil. Pero tiene sentido su incorporación futura. Está altamente correlacionado con los activos de riesgo, pero a veces hay episodios donde de repente sube, pero es difícil saber a qué atienden esos episodios. Tiene una alta correlación con los activos de riesgo, como el Nasdaq, y en determinados momentos sí que se comporta como un refugio, pero no muchos. No es lo mismo que el oro. El oro es cierto que ha tenido un comportamiento excesivamente especulativo en los últimos meses, pero es un activo que no tiene mucho que demostrar a día de hoy. Es uno de los activos más antiguos que existen.

¿Qué opinión tengo de Barry Callebaout? ¿Creo que puede sufrir ahora en un escenario de precios altos en la energía?

Barry Callebaout es una compañía a la que llegué hace años, que había sufrido mucho porque los precios del cacao se habían disparado. Habían pasado de mil y pico a diez mil, y eso hizo que sufriese. Ahora los precios del cacao se han normalizado y ha rebotado bastante, creo que ha rebotado un 60-70% desde mínimos. A mí me parece una gran compañía, la verdad. Lo que pasa es que está atravesando un proceso de reestructuración, y eso puede generar bastante volatilidad. Han cambiado al CEO, que venía de KKR, han puesto a alguien que viene de Unilever, si no recuerdo mal. Es una compañía que me gusta, pero que los procesos de reestructuración no son fáciles, es complicado.

¿Cómo veo la inflación?

Alta, alta. Este es uno de los grandes riesgos ahora mismo. Tenemos un crecimiento que se está ralentizando de forma importante y tenemos una inflación que está por encima de lo que se esperaba. Va a depender bastante de lo que suceda con la guerra de Irán. Como siempre comentamos, Trump siempre hace TACO (Trump Always Chickens Out), siempre hace el ultimátum y se retira. En este caso ha sido igual y yo creo que va a ser siempre igual.

Está por ver cómo evoluciona todo, porque Irán ha visto que le hace daño a EEUU con todo el tema energético, así que después de todo lo que ha ocurrido, no sé yo si será tan sencillo cerrar ese conflicto. Pero va a ser decisivo para el tema inflacionario.

https://t.me/LoriaPatrimonio

Cuanto antes se resuelva, menos inflación vamos a sufrir.

Si tuviera que elegir una hipoteca, ¿tipo variable o tipo fijo?

Va a depender de la capacidad de negociación que tengas. Si te dan una hipoteca al 3,3% TAE, que incluye todos los gastos o productos y comisiones implícitas, yo cogería tipo fijo, porque garantizarte 3,3% a 30 años en un mundo como el que vivimos, yo creo que hay mucho más que ganar que perder, como lo veo, el dinero al 3,3% me parece barato.

Ya si nos vamos por encima del 4%, habría que ver qué diferencial sobre Euribor, porque ahora mismo el Euribor ha repuntado, está en torno al 2,5% creo. Si te dan un diferencial del 2, pues te vas a ir a un 4,5%. La diferencia suele andar a un 0,80%, por ahí, 0,80%. Si te dan por debajo del 1% una hipoteca variable, no lo veo mal, porque para salir perdiendo tiene que estar el Euribor donde está o subir más. Pero es complicado. Vivimos en un mundo que va a ser inflacionario, por el volumen de deuda gubernamental y el volumen de gasto de los gobiernos. Entonces, agarrar el tipo fijo a 30 años me parece una decisión conservadora y como siempre peco de conservador, pues es la que elegiría.

¿Qué correlación geográfica hay en Icaria Patrimonio FIL?

En Icaria Patrimonio tenemos exposición a emergentes a través de uno de los mejores fondos de Renta Variable emergente del mundo. Tenemos exposición de un 3%. También tenemos Microfinance, que son micropréstamos en emergentes, una estrategia que lleva desde el 1995 o así, y que el peor año ha sido un -3,5%, una pérdida muy contenida.

En el bloque del 25% en protección, ahí no hay un área geográfica per se, eso es protección a través de futuros y demás, entonces no hay una exposición. Donde sí hay exposición geográfica es en préstamos de Trade Finance, que tenemos Allianz y que tenemos Horizon, eso es Europa, No tenemos nada de préstamos en Estados Unidos, eso es una decisión que ya tomé hace muchos meses.

Es mucho más probable ver problemas en Renta Fija High Yield en préstamos en EEUU, que en Europa, porque EEUU es mucho más laxo a la hora de otorgar préstamos. Así que, prácticamente la totalidad de nuestra exposición a deuda a través de Trade Finance es en Europa.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Y en Renta Variable y Private Equity, la exposición es mitad Estados Unidos y mitad Europa.

Es más o menos la exposición que tenemos a grandes rasgos, porque para mí es la más conservadora, la que tiene más sentido.

¿Icaria Patrimonio tendrá alguna estrategia *in-house*?

No, no haremos nada nosotros de forma directa, porque lo que busca Icaria Patrimonio es invertir en los mejores fondos del mundo. Fondos que piden mínimos de 5-10 millones, que son inaccesibles para el inversor minorista. Si quisiera invertir yo como inversor, no me podría hacer la cartera de Icaria Patrimonio. La podemos hacer gracias a que invertimos a través de Icaria Patrimonio. Ese es uno de los grandes valores añadidos. Así que si nosotros invirtiésemos de forma directa, no tendríamos ese valor añadido, que prácticamente desaparece el riesgo gestor.

Tenemos más de 30 fondos en Icaria Patrimonio, con más de 1.000 activos subyacentes. El riesgo gestor está diluido entre los mejores fondos que conozco, y llevo invirtiendo en fondos más de 15 años, que no es poco. Así que no haremos *in-house*, porque la filosofía del fondo es proteger y diversificarnos entre gestoras. La gestora que más pesa es Brevan Howard, con un 7%. La segunda que más pesa es un 4%, aproximadamente.

¿Habría algún límite de patrimonio en el que se cerraría el fondo a nuevos inversores?

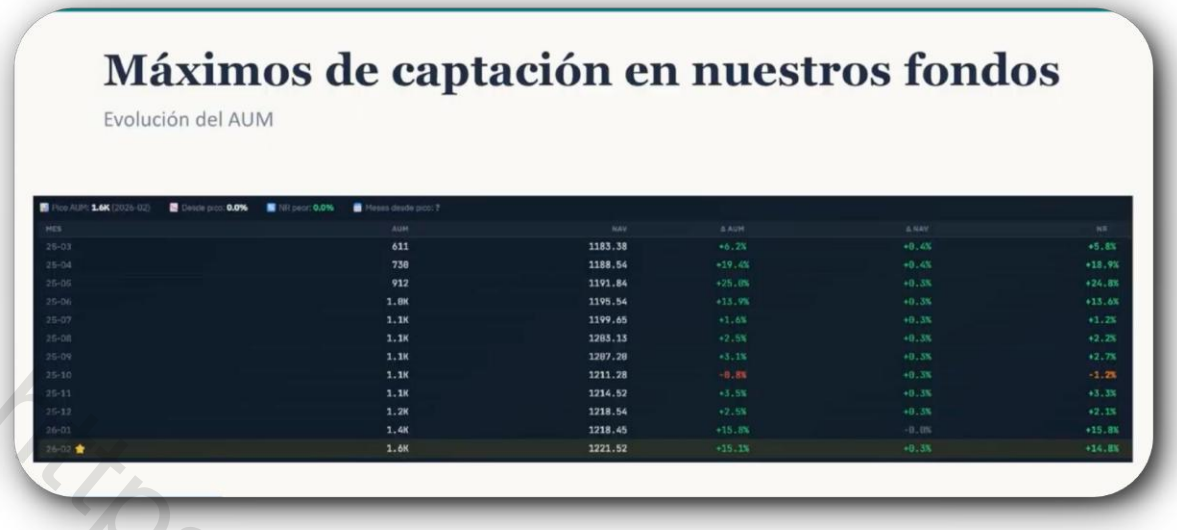
Probablemente sí, porque el enfoque del fondo es patrimonialista. Busca ser el *core* del típico empresario o persona como yo, que tiene sus ahorros y quiere tenerlos ahí sin preocuparse en el muy largo plazo. Y eso tiene un cierto límite. Aunque los fondos en los que invertimos son gigantescos y tienen activos bajo gestión gigantescos, no me gustan los fondos donde hay muchísimos partícipes, con muchas entradas y salidas todos los días, como sucede en Cartera Permanente, que igual en un día hay 300 entradas y salidas. No es lo que quiero para los partícipes de Icaria Patrimonio, así que creo que sí que deberíamos de establecer un límite.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Bueno, algo que no he comentado y que es interesante, es **el perfil de liquidez de Icaria Patrimonio. Aproximadamente el 60% del fondo es liquidable en siete días**, cuando los reembolsos de Icaria Patrimonio son trimestrales. Eso nos da un margen de maniobra muy importante.

Nosotros identificamos en octubre y noviembre que las cosas podían empeorar, y cambiamos ligeramente el perfil del fondo de neutral a neutral-defensivo en un periodo bastante corto de tiempo. Eso nos permite que en un periodo de un mes, tenemos liquidez de aproximadamente el 80% del fondo. Un fondo Evergreen normal, un FIL, suele tener en activos liquidables en una semana un 20%. Nosotros tenemos un 60% semanal y un 80% mensual, cuando los reembolsos son trimestrales.

https://t.me/IcariaPatrimonio



Esto es muy interesante. Es una herramienta interna que tenemos para monitorizar todos los fondos en los que estamos invertidos y viendo cómo se están comportando las suscripciones y reembolsos.

Es el seguimiento que hacemos a los fondos en los que invertimos. Aquí tenéis, por ejemplo, los flujos de entrada en el fondo de Allianz. En febrero, subieron sus activos bajo gestión por suscripciones netas un 14%. Es decir, el fondo pasó de gestionar 1.100 millones en noviembre a gestionar 1.600 ahora. No está habiendo reembolsos.

En este caso vemos Microfinance, que también está en máximos históricos de captación.

https://t.me/LeanaPatrimonio

Y aquí tenemos Hamilton Lane, también en máximos históricos.

En definitiva, el resumen es que seguimos la evolución de las suscripciones y reembolsos de todos los fondos, eso es una parte importante de nuestro trabajo. Así que **estoy muy tranquilo por los fondos que forman parte de Icaria Patrimonio, que están teniendo suscripciones netas positivas récord.**

A excepción de Partners Group, que es el fondo en el que ya hemos reducido exposición, como ya comentamos en el comité trimestral. Es el fondo donde sí que ha habido algo de reembolsos, y hemos reducido exposición de forma considerable. Todos los demás están en suscripciones netas positivas récord y con un perfil de liquidez alta.

No es que haya un 60% de liquidez en Icaria Patrimonio, pero sí que un 60% de la cartera se puede rotar en una semana. Eso es tremendamente líquido. Es importante esa agilidad para poder aprovechar oportunidades que vayan surgiendo. De momento no me parece el momento de aprovechar oportunidades, no considero que aún sea ese momento, pero cuando se dé el caso, tenemos una flexibilidad bastante importante para hacerlo.

Me encuentro muy tranquilo con la cartera. Ha sido fruto de un trabajo intenso durante unos cuantos meses de análisis y reuniones, pero llegados al punto actual, estoy muy tranquilo.

https://t.me/IcariaPatrimonio

¿Por qué la reducción de peso en Partners Group?

Ya lo comenté hace algunos meses, que en mi opinión los fondos de Private Equity que tengan exposición a las añadas anteriores a 2022 son los que pueden tener unas rentabilidades más bajas, menos satisfactorias.

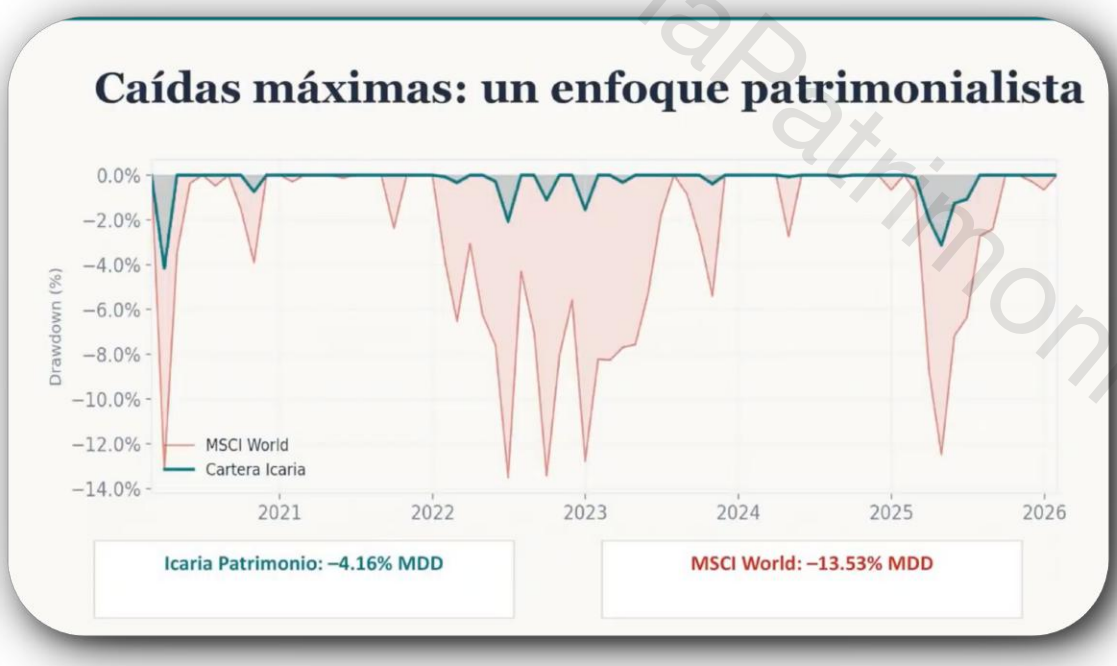
Porque antes de 2022, las compañías que se compraban se hacían a múltiplos más elevados. Es decir, se compraban más caras, por lo tanto los fondos tienen un perfil de compañías que afecta indudablemente a los retornos. Es como comprar el S&P500 ahora mismo, a 24 veces sus beneficios. Estás comprándolo mucho más caro de lo que suele cotizar. Esto es básicamente lo mismo.

El resto de fondos no tenían esa exposición a añadas previas a 2022 o era sustancialmente menor, y ese fue el motivo por el que decidimos reducir. No es un adiós a Partners Group, es un hasta luego. Porque me gusta mucho la gestora, hacen las cosas muy bien, a nivel europeo son de los mejores, las *due diligence* que hacen son de primer nivel, así que volveremos, pero cuando haya una oportunidad.

Por el momento, estamos donde tenemos que estar, que es lo que a mí me hace estar tranquilo.

https://t.me/CariaPatrimonio

Datos adicionales sobre Icaria Patrimonio FIL



https://t.me/IcariaPatrimonio

Los números hablan

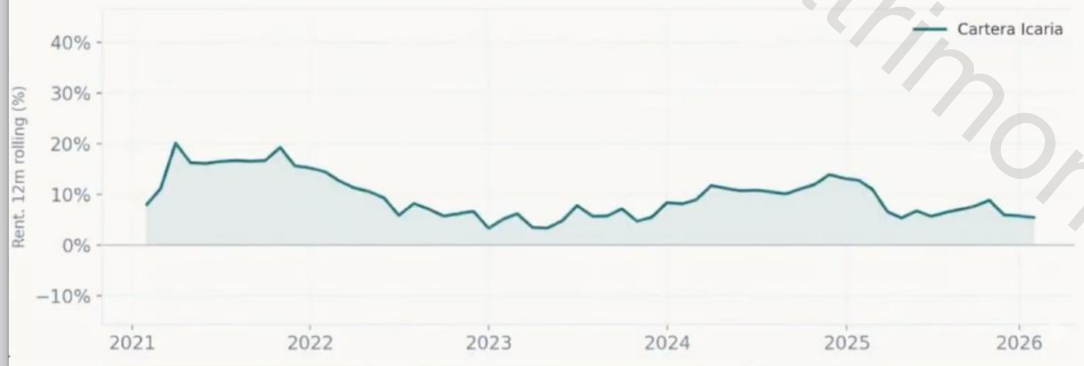
Periodo: Feb 2020 – Ene 2026 · 72 meses · Incluye COVID, Bear Market 2022 y caída 2025

+67.3% Rentabilidad acumulada	**8.95%** CAGR	**4.57%** Volatilidad
1.26 Sharpe Ratio	**-4.16%** Max Drawdown	**1 mes** Recuperación MDD

https://t.me/IcariaPatrimonio

Consistencia: siempre en positivo

El 100% de las ventanas de 12 meses han sido positivas. Peor ventana: +3.3%



77.8% meses positivos	**100%** rolling 12m positivos	**0 años** en negativo

Retornos mensuales

Una paleta dominada por el verde: la mayoría de meses en positivo, con caídas muy contenidas

La diversificación como ventaja competitiva

No es solo tener muchos fondos. Es que cada bloque se comporta de forma diferente cuando más importa.

2.05x	Ratio de diversificación	Típico endowment: 1.3–1.8x
0.053	Correlación media entre fondos	Prácticamente independientes
−0.40	Correlación Diversificadores vs MSCI	Se mueven en sentido opuesto
11.5%	Down Capture cartera	Apenas sufre en las caídas

https://t.me/IcariaPatrimonio

¿Quién contribuye al riesgo?

El 50% de la cartera genera el 94.5% del riesgo. El otro 50% lo amortigua.

Rentabilidad	Peso: 50%	**Riesgo: 94.5%**	*Motor de rentabilidad*
Diversificadores	Peso: 25%	**Riesgo: −5.4%**	*Reduce el riesgo total*
Rentas	Peso: 25%	**Riesgo: 10.8%**	*Generador de ingresos*

Nuestra deuda no es direct lending

Tres modelos de crédito con perfiles de riesgo radicalmente distintos

	Direct Lending (NO tenemos)	Trade Finance (Allianz, Horizon)	Microfinanzas (BlueOrchard)
Duración	3–7 años	30–90 días	6–18 meses
Tamaño préstamo	$50M–$500M+	$1M–$50M	$100–$10.000
Lock-up inversor	3–10 años	Mensual	Mensual
Colateral	Cash flows empresa	Mercancías en tránsito	Social/grupal
Riesgo concentración	Alto (pocos deals)	Bajo (miles de ops.)	Bajo (miles de préstamos)
Riesgo mercado	Ciclo crédito	Mínimo (autoliq.)	Descorrelacionado
Exposición Icaria	0%	~6%	~3%

> Los préstamos a 90 días son autoliquidables: financian mercancías en tránsito que al llegar a destino generan el pago. Sin dependencia de ciclos de crédito ni de refinanciación. La microfinanza, por su parte, financia economías locales con correlación casi nula con los mercados financieros.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Reembolsos y plazos de Icaria Patrimonio FIL

Para el reembolso del…	Has de avisar antes del...	Y el dinero lo recibirás antes del...
31 de marzo	31 de enero	30 de abril
30 de junio	30 de abril	31 de julio
30 de septiembre	31 de julio	31 de octubre
31 de diciembre	30 de octubre	31 de enero

https://t.me/IcariaPatrimonio

Guerra de Irán y su impacto en Icaria Patrimonio e Icaria Renta

https://www.youtube.com/watch?v=NV_KOY73z3g

A día de hoy, tanto Icaria Patrimonio como Icaria Renta, están en el punto que queríamos que estuviesen.

En el anterior vídeo que hicimos de Icaria Patrimonio, le di la transcripción del vídeo a la inteligencia artificial para que me dijera los temas más interesantes que tocamos, y poner la descripción en YouTube. ¿Sabes qué título quería darme? **El inversor más pesado de España.** En referencia a las consultas permanentes que hago a las gestoras.

Está siendo un inicio de año bastante complicado en cuanto a la gestión de activos, porque **desde que se ha iniciado la guerra de Irán, los índices de renta variable han caído en torno a un 10%.** El DAX ha caído un 10,5% y el Eurostox ha caído desde máximos un 9,5%. No son caídas pequeñas.

¿Y cómo se han comportado Icaria Patrimonio e Icaria Renta? **En febrero tendremos liquidativo positivo. Y en marzo sufriremos, como todos.**

Si nos vamos a Icaria Renta, he estado comparando con los **fondos de renta fija más representativos**, como puede ser el típico Cartesio X, que es uno de los mejores. **Cartesio lleva una caída del 3% en marzo**, que ya es importante para un fondo de renta fija de ese carácter conservador.

En general, el crédito ha caído en torno a un 2-3%. Menos el crédito más nórdico, que está muy expuesto a materias primas y por eso no se ha visto afectado, por una cuestión sectorial. Todo lo demás, ha sufrido bastante. **En Icaria Renta, como estamos muy diversificados con todas las categorías más defensivas de activos, hemos caído mucho menos.** Tenemos Catbonds, que han ido bien en marzo. Tenemos algo de exposición a fondos que tienen exposición a non-rated nórdico que han ido bien, pero es básicamente por un tema sectorial, porque el crédito lo ha hecho mal.

https://t.me/IcariaPatrimonio

En los fondos más desligados, tenemos un fondo que hace apuestas de spread en deuda emergente, que es el **Pictet Sirius**, uno de los mejores fondos en cuanto a gestión de spreads en emergentes. Ese también va en positivo.

Tenemos algunos más en positivo, y en los ilíquidos como Allianz, Blue Orchard y Horizon, hablé con ellos y me dijeron que no les ha impactado el conflicto. Soy optimista. Bueno, lo hablé a 15 de marzo y estamos a 24, veremos a final de mes.

En cambio, **todos los que tengan exposición a crédito, sí habrán caído,** porque al final magia no se puede hacer. Como se adelantaba cuando compusimos la cartera, **en Icaria Renta tenemos un camino bastante más tranquilo que en un fondo de renta fija a corto plazo** o un fondo tipo Cartesio X. Es la realidad que espero para marzo.

Un fondo que me gusta mucho es el Evli Short Corporate Bond, que debe llevar una caída de un 1,5%, que es muy pequeña para todo lo que está sucediendo en crédito. Icaria Renta estará muy por debajo de esa caída. Es mi estimación, no puedo tampoco mojarme del todo, hasta que salga el liquidativo.

En Icaria Patrimonio es más difícil saberlo, porque la parte de Hedge Funds tardan más en reportar sus liquidativos. **Sí que es cierto que la parte de renta variable está sufriendo, en unos intervalos de caídas entre el 5-10%**, en consonancia con los índices.

En la parte más defensiva de Icaria Patrimonio, el impacto es pequeño. En la parte de deuda frontera sí que ha caído en torno a un 2%. A pesar de la elevada rentabilidad que llevaba, no ha caído más que crédito, demostrando ahí que es un activo tremendamente interesante, a pesar de ser desconocido.

Luego tenemos **la parte de Long-short, que lo está haciendo bien**, con la mayoría de ellos aguantando en positivo, lo cual es sorprendente. **Los Hedge-funds no lo están haciendo del todo bien, cayendo un 4%.** Necesitan una mayor tendencia bajista, si siguen las caídas lo harán bien. La parte expuesta a volatilidad, que es una cobertura con un peso aproximado del 4%, lo está haciendo bien.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Y en la parte de oro, por suerte redujimos antes de la caída. Llevamos unos cuantos vídeos diciendo que sería previsible ver una caída en el oro porque se subió mucha gente al barco, al calor de las buenas rentabilidades. No tanto por la tesis macroeconómica, sino por las rentabilidades. Y así ha sido, el oro ha sufrido en marzo.

Luego la parte de infraestructuras y demás, pues eso aguantará bien. **En la parte de Private Equity espero caídas sustancialmente inferiores a las de la renta variable**, a pesar de todo lo que se está escuchando sobre el Private Equity sobre ello. Soy optimista en comparación con renta variable, y espero que las caídas sean bastante más contenidas.

El mes de marzo en Icaria Patrimonio será negativo, sobre todo por los activos de renta variable, que han caído con muchísima fuerza.

En Icaria Renta tenemos la exposición que teníamos de inicio a Trade Finance a través de Allianz, tenemos Microfinance a través de Horizon, tenemos parallel lending (financiar de la mano de bancos) a través de Muzinich. Es totalmente diferente a Direct Lending, que es lo que está sufriendo. **Hemos trabajado mucho en la parte defensiva de las carteras, tanto en Icaria Renta como en Icaria Patrimonio.**

Tenemos una parte destinada a pagarés, que rentan bastante por encima de un monetario, y ahí estoy muy tranquilo, eso no se despeina. Luego, la exposición a crédito, evidentemente, caerá, al igual que todos los fondos de crédito, ahí no hay magia.

El fondo que mencionaba antes, el Pictet Sirius, ha aguantado bien en marzo. Tenemos un par de fondos que voy a ir hablando de ellos a través de diferentes artículos, que buscan hacerlo bien en cualquier entorno, a pesar de ser deuda.

Hablábamos en el anterior vídeo de que **Icaria Patrimonio tenía un 50% en activos que buscan generar rentabilida**d (infraestructuras, renta variable, private equity). Teníamos en torno a **un 25% en activos que buscan generar descorrelación** (Brevan Howard, los fondos de Trend, de volatilidad o el oro). **Y luego tenemos un 25% en fondos que buscan dar estabilidad**, que son los fondos que dan rentabilidad, los fondos que cobras cupón, que cobras renta.

https://t.me/IcariaPatrimonio

En Icaria Renta, la película es parecida. Tenemos un 40% que busca generar rentas de forma recurrente. Un 30% que busca dar descorrelación. Y ahí metemos Catbonds, Mercados Frontera y Microfinance, porque no tienen nada que ver con la Reserva Federal. Fondos que no tienen mucha relación con el crédito, también retorno absoluto. Y finalmente un 30% en fondos que buscan dar estabilidad.

Para el que me conozca, se dará cuenta de que **es filosofía Cartera Permanente.**

Buscamos tener varias piezas que se equilibren entre sí, para que **cuando las cosas se pongan feas, el fondo lo haga razonablemente bien.** Eso significa que **si la bolsa cae un 10%, Icaria Patrimonio caerá sustancialmente menos, y si la renta fija cae en torno a un 2%, pues Icaria Renta caerá sustancialmente menos.** Pero tampoco implica subir. Eso lo hemos dicho desde un inicio. No creo en la magia de que subas cuando todo cae. Creo más en la gestión del riesgo. Eso es el pilar fundamental de nuestros fondos.

En Icaria Renta, empezaremos con las cartas y los vídeos a partir del mes de marzo.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Preguntas de los partícipes

¿Has visto la noticia que ha salido hoy, sobre un nuevo fondo de Caixabank Banca privada?

La verdad que no sigo los fondos de banca. Normalmente, todo lo que veo que saca BBVA, Caixabank, y demás, suele tener comisiones abusivas. Pueden sacar algún producto bueno, pero normalmente lo que suelo ver es que las comisiones son bastante elevadas. Es difícil que compitan con el 0,4% de Icaria Renta o el 0,69% y 0,99% de Icaria Patrimonio en sus dos clases.

¿Crees que os pueden estar copiando a ti y a Rafael Santiso en el asset allocation?

Es un apunte muy bueno, que probablemente puedan estar copiando. Tenlo por seguro. Hace muy poco, un banco español sacó una Cartera Permanente que incluye Catbonds, Carry… a ver, es evidente. Eso sucede y sucederá. Nosotros seguiremos centrados en nuestro trabajo. Tenemos unos fondos muy competitivos en comisiones, siempre intentando entrar en las clases más baratas a través de los fondos. Yo estoy contentísimo en ese aspecto. Estamos en Clases Institucionales que piden mínimos de 5 millones en muchos casos, y eso nos permite que las comisiones a las que accede el fondo sean en muchos casos incluso más baratas que sumándole las comisiones que cobramos en el fondo. Eso es un punto muy importante, ya que, al final, hace que el conjunto del producto sea tremendamente competitivo para el partícipe.

La primera Cartera Permanente que se lanzó en España, la lancé yo con una comisión de un 0,5%, que ya me diréis que fondos mixtos moderados hay en España con una comisión del 0,5%. Siempre he buscado que las comisiones sean lo más competitivas posibles, para que sea un win-win tanto para mí, que soy inversor en el fondo y tengo *skin in the game*, como para los partícipes. Porque el objetivo nunca ha sido ganar el máximo dinero posible. Evidentemente, nuestro trabajo es para ganar dinero, pero no está en el número uno de la lista.

https://t.me/IcariaPatrimonio

¿Esperabas que un fondo tan conservador como Icaria Renta, nada más arrancar, tuviera ya ocho millones de patrimonio y tantos partícipes interesados?

No, porque la verdad es que no hemos hablado nada de Icaria Renta. Y cuando digo nada, es nada. No he hecho ningún podcast sobre él, no he hecho nada. He estado tan ocupado trabajando estos meses, que no hemos hablado nada de Icaria Renta. Así que es un milagro, más bien. Parece que hay un inversor conservador en España que quiere algo más tranquilo para esta época de turbulencias, así que creo que puede encajar bien.

La gente considera fondos conservadores, los de renta fija a corto plazo, o fondos como el Cartesio X, fondos de ese perfil. Pero dejadme que os diga que ahora mismo, Cartesio X lleva una caída del -3,65% desde máximos. Icaria Renta llevará una caída inferior a un tercio de eso. Un fondo extremadamente seguro como Dunas Valor Prudente, lleva una caída del -0,56% en marzo. Icaria Renta rondará esa caída en marzo, teniendo una rentabilidad objetivo muy superior a Dunas Valor Prudente.

Icaria Renta busca ocupar ese espacio en el que, cuando vienen curvas, apenas lo notes. Y a cambio te de una rentabilidad media de entre el 4% y el 4,5%. No es infalible, ninguna estrategia es infalible. Por ejemplo, Cartera Permanente, que es una de las estrategias más sólidas del planeta, está en un drawdown de un -6% desde máximos (por las caídas de la renta variable y el oro). Y eso entra dentro del esquema de un fondo conservador.

¿Nos puedes hablar de la Clase Z de Icaria Patrimonio e Icaria Renta?

La Clase Z es una clase más asequible, que creamos para que puedan acceder inversores a partir de 50.000 €, a través de gestión discrecional. Nos reuniremos con cada inversor, para comprobar que encaja con el proyecto, con visión de largo plazo. No queremos partícipes que busquen entrar y salir. La gente a la que le guste andar haciendo cambios en la cartera, le adelanto que no es el lugar y hemos sacado esa clase para bajar el mínimo, cosa que yo al principio era reacio. El hecho de limitarlo a 100.000 € hace que el fondo sea mucho más estable, en cuanto a entradas y salidas. Los fondos con un perfil de minorista son mucho más nerviosos en cuanto a movimientos de activos. Eso lo tengo muy identificado. Así que como lo que queremos es la mayor estabilidad posible para los partícipes, al principio era bastante reacio a reducir el mínimo.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Así que de la mano de los clientes que conoce Antón y que posteriormente conozco yo, buscamos tener el mismo comportamiento estable, de largo plazo y patrimonialista.

Una de las ventajas es que un cliente que tenga 100.000 € de patrimonio total, puede invertir 50.000 € en Icaria Patrimonio y 50.000 € en Icaria Renta, para reducir el perfil de volatilidad y caída de Icaria Patrimonio (que ya es bajo, de por sí).

¿Algún fondo en la cartera de Icaria Patrimonio que se esté beneficiando de la evolución reciente en las commodities?

Muy buena pregunta. Sí, tenemos algo de exposición a commodities, pero es en torno a un 2%, no es gran cosa. Lo que mejor lo está haciendo en el mes de marzo es nuestra exposición a volatilidad, que es un 4%, nuestra exposición a commodities, los Cat-bonds y los fondos más defensivos. Y los fondos Long-short, que casualmente lo están haciendo mejor que los Hedge-funds que buscan proteger. Eso entra en el guión. Los Hedge-funds se benefician de coger tendencia. Cuando hay caídas sostenidas en el tiempo, empiezan a calibrarse y lo hacen bien. En caídas tan verticales como la que ha sucedido en las últimas dos semanas, no capturan bien la tendencia, pero si siguen dándose las caídas, se empezarán a calibrar. Es que ha cambiado la situación de forma muy drástica. Hemos pasado, en un plazo de dos semanas, de esperar bajadas de tipos a esperar subidas. Estamos en un mundo radicalmente diferente al que estábamos hace un mes.

¿Crees que el conflicto de Irán ha llegado a un punto de no retorno y que "se han roto demasiadas cosas" en la cadena de suministros del petróleo? ¿Esto puede provocar una recesión profunda?

Hay mucha gente que nos pregunta por el conflicto de Irán. La economía no estaba preparada para el golpe que le ha venido. Porque la economía ya se estaba ralentizando en EEUU, el mercado laboral se estaba deteriorando poco a poco, empezaba a haber repuntes en los impagos en la parte más cíclica del crédito. Y la gente con las hipotecas por encima del 6%. Es una situación complicada.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Y Trump ayer, a la desesperada, declarando que él tiene negociado el final de la guerra. Le preguntan con quién y dice que no puede decirlo, pero que es alguien muy importante. Que están todos muertos, pero que él ha hablado con las personas que quedan. No puede decir con quién, por si los matan. Es un descontrol, es un absoluto descontrol. Todo indica que quiere recular, porque a Estados Unidos esto le destroza económicamente, y a Europa también. Teníamos el Euribor hace nada en 1,92% y ahora está en 2,74%. Esto en destrozo para los créditos, para las hipotecas, para los préstamos, para todo. Es un destrozo en prácticamente todos los países. Es urgente que se solucione el conflicto.

¿Cómo afectarían las predicciones de Ray Dalio y el cambio del orden ecónomico mundial a la Cartera Permanente y el resto de tus fondos?

Muy buena pregunta. Se nota que hay gente que lee a Ray Dalio entre los que nos ven. Tanto Cartera Permanente, como Icaria Patrimonio e Icaria Renta están preparados para un cambio de orden monetario, desde luego. Porque Icaria Renta invierte prácticamente el 80% en Europa, entonces el cambio del dólar tampoco lo afectaría tanto. El mayor perjudicado sería Estados Unidos. En general el comercio mundial, porque el dólar dejaría de ser la divisa de referencia. Pero eso no va a ocurrir. No sé si nosotros estaremos vivos cuando ocurra. Eso sería un proceso muy largo y lento. Si ocurre eso, la deuda gubernamental va a sufrir, pero el oro lo hará muy bien. El efectivo perderá capacidad adquisitiva, pero a través de las Letras, recuperaremos parte de esa capacidad adquisitiva. Y la renta variable lo hará bien. Y en Icaria Patrimonio e Icaria Renta, más de lo mismo, porque tenemos muchas categorías.
Como decía al principio, no es algo mágico. Si viene un mes como marzo, caerás. Pero en periodos de tiempo de caídas, vas a caer mucho menos, que es lo importante.

Hace años leí tu libro, El Inversor Conservador. ¿Tienes en mente hacer otro, explicando tus fondos? ¿O una evolución de la Cartera Permanente?

Ese libro fue el resultado de años de estudio. Hacer otro es algo que tengo en mente desde hace mucho, pero no lo veo realizado en un futuro cercano. Hasta que todo esté un poco más tranquilo, la economía mejore y no tengamos eventos de este calibre, no me puedo poner a escribir un libro mientras Trump entra en guerra. Porque hay muchas cosas que hacer, muchas reuniones que tener con las gestoras, muchos fondos que

https://t.me/IcariaPatrimonio

analizar, mucha información que dar. Me encantaría, pero la verdad es que no lo veo cerca. Espero equivocarme. Creo que soy un poco pesimista por naturaleza.

Para mí, la Cartera Permanente no tiene evolución. Cuando empecé a leer sobre ella, empecé a leer a Harry Browne y lo primero que pensé fue en que iba a hacer una evolución de la Cartera Permanente. Ese fue mi pensamiento el primer mes. En vez de crear una Cartera Permanente, hacer una evolución. Pero tras más de un año analizándola, llegué a la conclusión de que no tenía sentido. Porque la Cartera Permanente es lo que es, con las cuatro piezas que tiene.

Tú puedes extrapolar la filosofía de la Cartera Permanente a otras carteras, como hago yo con Icaria Patrimonio, pero no es una Cartera Permanente, es otra cosa. El otro día vi un podcast de Luis Ángel, de Salud Financiera, donde un oyente enseñaba su "Cartera Permanente", y tenía Cat Bonds o Hedge-funds. Eso está bien, pero no tiene nada que ver con una Cartera Permanente. No hay necesidad de ponerle la etiqueta de Cartera Permanente. Podemos decir que es una buena cartera diversificada.

El libro que escribí en su día, explica el comportamiento esperado en cualquier momento del ciclo de una Cartera Permanente. Pero si haces otra cartera, no es el comportamiento esperado. Y eso es lo que quiero que quede muy claro. No existe la evolución. Si Harry Browne estuviese vivo, la Cartera Permanente seguiría siendo como la inventó.

Me he leído todas sus obras, tengo una forma de pensar muy parecida a la suya. La Cartera Permanente seguiría siendo exactamente la misma.

¿Si el año sigue complicado y viene una corrección severa en renta variable, ¿tenéis en mente sacar el producto Icaria Crecimiento, con sólo la parte más agresiva de Icaria Patrimonio, o lo dejáis para dentro de un tiempo?

Esta es una pregunta que siempre me hace Antón. Mi respuesta siempre es un no, rotundo. No va a haber ninguna parte agresiva, hasta que venga una recesión. Puede ser el año que viene o dentro de cuatro. Es algo imposible de predecir, pero hasta que venga una recesión, no lo voy a hacer. ¿Por qué? Porque ni para mí, ni para nadie de mi familia le invertiría ahora mismo únicamente en la parte más agresiva de Icaria Patrimonio. No puedo gestionar un fondo en el que no invertiría ni para mí ni para mi familia. Va en contra

https://t.me/IcariaPatrimonio

de mi forma de pensar. Mientras que no sea el momento en el que yo piense que podría meter mi dinero, no lo voy a sacar.

El momento será cuando tengamos una caída de un 30%, un 40% o un 50% y haya oportunidades muy importantes en la parte agresiva. En ese momento, Icaria Patrimonio rotará y tendrá un perfil bastante más agresivo que el actual, ahí sí que puede tener sentido. Pero nunca será 100% activos de riesgo.

¿Cuántas personas gestionais Icaria Patrimonio?

Tenemos la suerte de que tanto Icaria Patrimonio como Icaria Renta son fondos que invierten en otros fondos, en las mejores gestoras del mundo. No soy yo invirtiendo, porque si no, sería una absoluta barbaridad. Dentro de Andbank, tenemos el equipo de middle office, de back office, de compliance, de mesa… estamos hablando de unas 20-30 personas, más o menos. Luego estoy yo, que soy quien analiza, con gente que me apoya. Lo más importante es que el dinero se invierte en los mejores gestores y las mejores gestoras del mundo. Está diversificado entre muchos gestores. Es decir, el riesgo gestor se diluye en más de 30 fondos distintos.

En Icaria Renta tenemos a Fermat, que es una de las gestoras más top en Catbonds. En Deuda Frontera tenemos LGT, que son los que gestionan el endowment de la familia real de Liechtenstein, es la número uno también. En Deuda Frontera tenemos Global Evolution, una de las mejores. En Microfinance tenemos el fondo más grande del mundo, que es de Blue Orchard. En ABS tenemos a Aegon, luego tenemos PIMCO, que es una de las gestoras para ABS, Asset-backed Finance, que es deuda respaldada por activos. Tenemos Horizon, tenemos Pictet, tenemos Allianz en Working Capital, que es uno de los fondos más grandes que hay. Tenemos Muzinich, que es una también de las mejores gestoras, Brevan Howard y TransTrend, que gestionan endowments y fondos de pensiones.

Tenemos gestoras número uno. Al final, nosotros en base a la experiencia de casi 15 años gestionando patrimonios de terceros, elegimos cuáles son las mejores gestoras, con toda la experiencia que nos avala, y esos son mis ayudantes. Por suerte podemos elegir a los mejores, es como hacerte un equipo de fútbol a medida. Quien sepa de fútbol sabría a quién fichar. Esto es muy parecido.

https://t.me/IcariaPatrimonio

¿Nos puedes hablar de la situación actual en Direct Lending y Private Equity?

Ya expliqué en el anterior directo, lo que son los BDCs. Son vehículos que tienen liquidez diaria y que invierten en deuda privada, que es ilíquida. Ha sucedido que por el efecto manada, ha habido reembolsos en unos, eso ha llamado a que haya reembolsos en otros. Estos fondos, para protegerse, tiene el mecanismo para que, si en determinado momento, le retiran en torno a un 5-10% del fondo, puede bloquear los reembolsos durante una ventana de tiempo establecida, hasta poder hacer frente a esos reembolsos sin hacer daño a la cartera.

Es un mecanismo de protección que existe también en renta variable. Si no me equivoco, el fondo Independence et Expansión también tiene la posibilidad de hacerlo, y es uno de los mejores fondos de Europa, con mucha diferencia. Y en los fondos de renta variable en los que invertimos, algunos también tienen la posibilidad de hacerlo. Es para proteger a los partícipes.

Imaginad un fondo que invierte en small caps y que de repente, por efecto llamada, los partícipes le retiran el 20%. En un mercado que está cayendo, si te tienes que poner a vender el 20% de la cartera de small caps, tienes problemas. Entonces, esos mecanismos de g*ates* te permiten diferir esos reembolsos, mientras que el mercado retoma más liquidez, mientras que puedes vender sin perjudicar.

Esto también existe en el mundo de los BDCs, aunque nuestra exposición es un 0%, lo hacen y en mi opinión es positivo que lo hagan. Si tuviesen que verse forzados a vender activos, eso es lo que realmente protege al partícipe. Hay que entender muy bien dónde se invierte.

Si inviertes en un fondo que el 100% son préstamos privados y que es tener liquidez mensual, pues tienes que saber que en determinados momentos no lo vas a tener, como mecanismo de defensa para proteger los activos ilíquidos. En nuestro caso, pues en Icaria Renta, en torno al 70% del fondo es liquidable en semanas. Es un fondo tremendamente líquido, y al estar tan diversificado es una historia muy diferente. Icaria Patrimonio, más de lo mismo. Nosotros tenemos categorías de activos diferentes para aburrir. En ese sentido, yo estoy muy tranquilo.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Pues esto es básicamente lo que ha ocurrido en Direct Lending. Me atrevo a añadir que es bastante probable que, después de pasado este episodio, en 12 o 24 meses, las pérdidas serán bastante contenidas. Nada que ver con las que puede tener la bolsa en una caída tipo el COVID o 2008, del 30% al 50%. Nada que ver.

Esto ya ocurrió en el año 2022 en muchos fondos que invertían en inmobiliario no cotizado. Por ejemplo, en el fondo insignia de inmobiliario no cotizado de UBS o de Blackstone. Lo que pasa es que el titular vende un montón y los medios aprovechan para vender más periódicos y para tener más tráfico. Pero son mecanismos que tienen que estar ahí.

Dicho esto, es cierto que por una parte esos activos están sufriendo por la exposición a software, porque es una categoría activa que ha tenido un volumen de entradas gigantesco y se ha invertido con laxitud, flexibilidad y siendo menos riguroso, sobre todo en Estados Unidos. Eso es una realidad y es el motivo por el que nosotros no quisimos invertir en esa categoría de activos. Pero desde luego que no es tan catastrófico como se intenta vender, ni muchísimo menos. Y lo digo viéndolo desde la barrera, pero hace falta arrojar un poco de objetividad.

Además de la deuda frontera, ¿hay algún fondo de renta variable emergente en Icaria Patrimonio?

Sí, tenemos renta variable emergente y me planteo incrementar. Tenemos un 2,5% aproximadamente, y me planteo aumentarlo hasta el 3,5% como mucho. No soy alocado tampoco. Con nuestra exposición total a renta variable variable, que es del 22%, un 3,5% ya es una parte importante. No lo descarto. Me parece que emergentes tiene bastante sentido en el contexto actual por muchísimos motivos.

Además, es una buena cobertura ante posibles caídas del dólar, aunque por ahora lo esté haciendo muy bien y nosotros tengamos exposición a dólar, es un posible *hedge* para cuando no lo hace bien, como en 2025. En renta variable, cubrir la divisa es una aberración, desde mi punto de vista, no se debe de hacer jamás. En commodities, en oro, es aún peor. En renta fija sí tiene sentido cubrir divisa. Todo el sentido del mundo, además. Yo no invierto en renta fija sin cubrir. Y en fondos de retorno absoluto, también.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Tener exposición al dólar hace que tu riesgo sea más del dólar que del propio fondo. Y cuando el dólar te favorece pareces un genio y cuando te perjudica, te destroza el fondo.

¿Por qué eres reticente al riesgo? Mi forma de pensar tiende más a asumirlo, porque, en términos probabilísticos, asumir cierto riesgo suele compensar a largo plazo.

Muy buena pregunta. No soy reticente al riesgo. Me gusta gestionar el riesgo. Por ejemplo, Icaria Patrimonio en un contexto donde las cosas han ido bien, va con una rentabilidad anualizada en torno al 8,5% más o menos, después de comisiones. Eso no es ser reticente al riesgo, si así fuera, sería imposible tener una rentabilidad en ese espectro.

Pero me gusta gestionar el riesgo, y desde luego que, por todos los motivos que he mencionado a lo largo de los últimos meses y que muchos están materializando, la macroeconomía invita a ser prudente. A mantenerse invertido, porque si no, la inflación nos come. Pero a ser prudente y gestionar riesgos. Algo que, para mí, es muy diferente a ser reticente al riesgo. Para mí son puntos muy diferentes.

Siempre comentamos que cuando el mercado cae un 50%, para recuperar tiene que subir un 100%. Al final, la idea de Icaria Patrimonio, Icaria Renta y Cartera Permanente, es que sean fondos que buscan rentabilizar y proteger el patrimonio. Y para proteger el patrimonio, no puedes estar invertido 100% en renta variable. Es así. Te viene una crisis dura, como la del año 2000, y tardas 13 años en recuperarte. Esos 13 años tienes que vivirlos para entender lo duros que pueden hacerse.

Yo, que tengo la experiencia de haber gestionado miles de clientes y haberme sentado con ellos a hablar, a partir de 24 meses en pérdidas ya empieza a tomar malas decisiones. La gestión de nuestros fondos busca evitar que los partícipes tomen malas decisiones, como salir en el peor momento. Eso es lo que lo que buscamos. Nuestra experiencia es que la mayor parte de clientes, a partir de un 30% de caída y a partir de un año en pérdidas, toma malas decisiones. Entonces creemos que si se puede conseguir una rentabilidad parecida a la de la renta variable en la próxima década, pero con mucha menos volatilidad por el camino, las ventajas son mucho mayores de lo que piensas. Por ejemplo, a la hora de pignorar un fondo para pedir un préstamo, o a la hora

https://t.me/IcariaPatrimonio

de ir retirando para jubilarte. Hay muchos motivos por los que te puede interesar bajar la caída máxima de tu cartera.

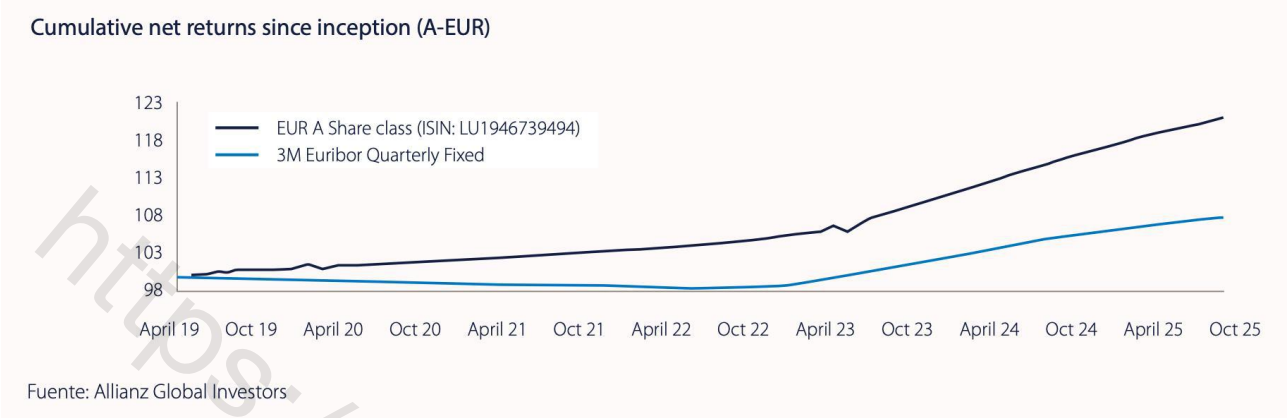
Además, cuando todo sube, todo es muy fácil. Por ejemplo Alta Fox, que ha hecho un 30% anualizado y dices, ¿por qué no meterlo todo Alta Fox? Porque probablemente Alta Fox ahora mismo esté cayendo un 15%. Y si tengo todo mi patrimonio en Alta Fox y ahora mismo cae un 15%, yo en concreto estoy tranquilo, porque conozco muy bien el fondo, pero un cliente que no trabaja en esto, ve caer su patrimonio un 15% y dice, ¿qué está pasando aquí? Y nadie le dice, tranquilo, que mañana rebota. Esa es la clave de todo esto.

Los fondos que gestiono no buscan generar una rentabilidad del 30% anualizado ni de lejos. Lo que buscan es tener un enfoque patrimonialista y poder dormir tranquilo. Ese es el objetivo. Y esto es todo. muchas gracias a todos por la confianza. Siempre lo digo, pero no me cansaré, que es la parte más importante de lo que hacemos.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Listado de fondos adicionales

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #28 - Allianz Working Capital



ALWOCA Es un fondo cuyo **mínimo de inversión es de 5 millones de euros**, con inversores de corte institucional como fondos de pensiones, aseguradoras y family offices, con un capital bajo gestión de unos 1.100 millones de euros.

Invierte principalmente en derechos de cobro contra empresas (facturas). Estos activos suelen ser de **muy corto plazo y auto-liquidables**, lo que significa que tienden a liquidarse a medida que las transacciones comerciales se completan y las empresas reciben pagos.

Debido a que los activos tienen un plazo muy corto (**plazo medio de 95 días**), no existe riesgo de tipos de interés, además de que la cartera tiene una elevada liquidez, a diferencia de otros nichos del crédito privado.

El resultado de estos factores es **una curva de rentabilidad casi tan suave como la del Euribor, pero con un diferencial de rentabilidad anual de 180pb**.

Aquí algunos datos adicionales del fondo;

https://t.me/IcariaPatrimonio

ALWOCA fund terms	
Name	Allianz Working Capital Fund a subfund of Allianz Trade Finance Funds SA,SICAV-RAIF
Domicile - launch date	Luxembourg - 30 April 2019
Legal form	Open ended, S.A. SICAV RAIF
Currencies	Euro fully hedged
Investment universe	All Trade Finance products.
Regional orientation	Global
Target Volume	>EUR 500 million
Redemption[2]	Monthly with 1 month notice period and size limits: 5% of the NAV after 1 month, additional 5% after the second month and additional 12% after the third month; otherwise up to 12 months
Valuation	Monthly on subscription and redemption dates
Duration (target)	c. 120 days
Credit quality (target)	Equivalent to a BB rating
Net yield (target)[3]	3-month Libor + 200 bps (after FX hedging & costs)
Management fee	40 bp. p.a.
Administration expenses	At expected volume c. 20 bp. p.a.
Performance fee	25% of the excess return over 3m Libor+200bp (after costs and fees)

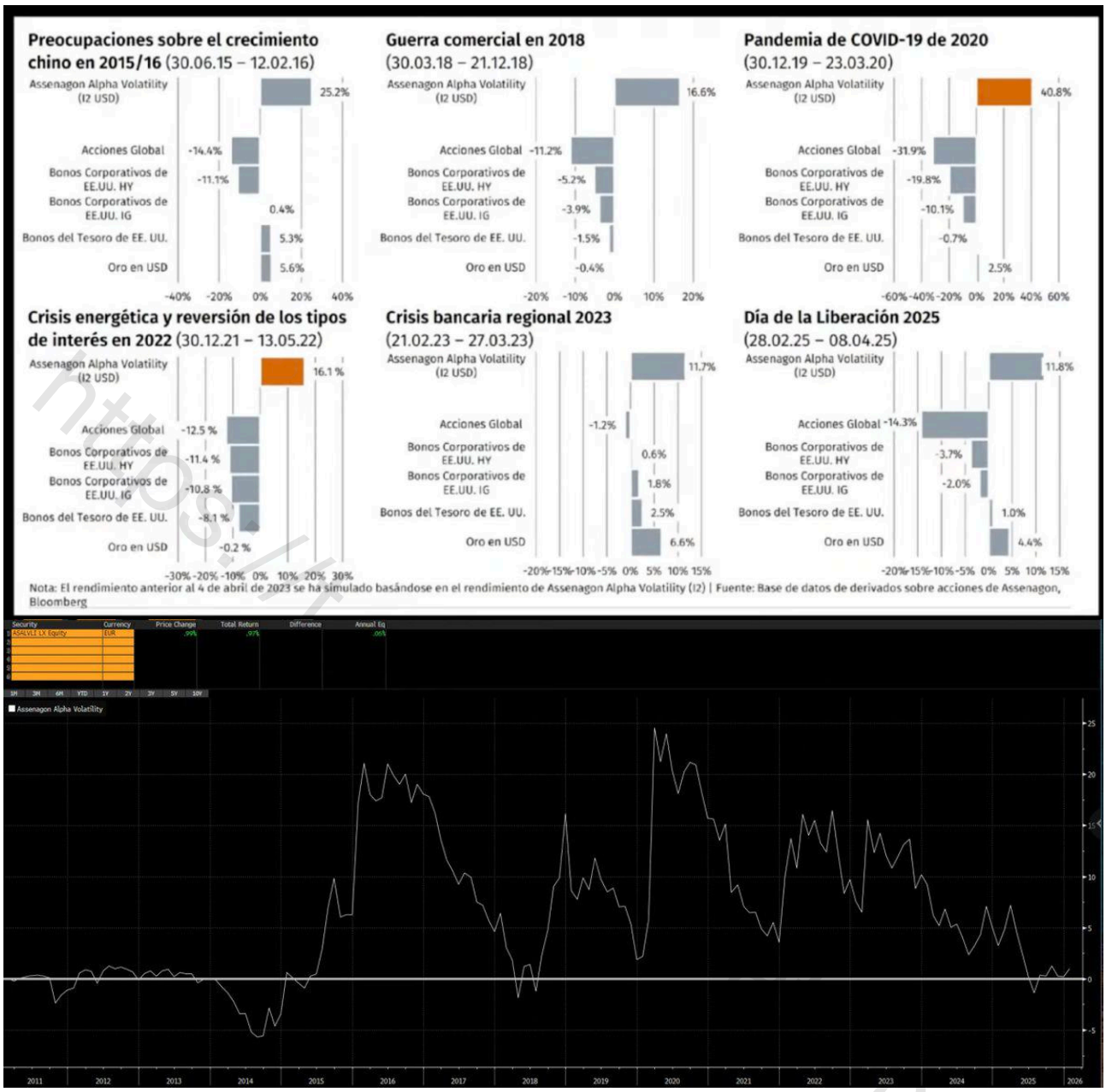
Risk/Return Profile over 3 years

Source: Allianz Global Investors, Bloomberg, based on 3y monthly historic performance in EUR to 30 December 2020 except where otherwise indicated.
Performance of the strategy is not guaranteed and losses remain possible. Past performance is not a reliable indicator of future results.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #29 - Assenagon Alpha Volatility

Episodio	Evento	MSCI	Amundi	[redacted]
Jul-Ago 2011	Crisis deuda EU	-16.5%	+1.8%	-1.3%
Mar-Jun 2012	Grecia/España	-7.7%	+6.6%	-1.4%
May-Jun 2013	Taper Tantrum	-9.3%	+0.5%	-0.3%
Sep-Oct 2014	Ébola/petróleo	-7.9%	+4.3%	+1.3%
Abr 15-Feb 16	China devalúa	-21.8%	-0.9%	+22.1%
Ene-Mar 2018	Volmageddon	-8.9%	+8.1%	-1.8%
Oct-Dic 2018	Fed hawkish	-14.6%	+12.9%	+10.1%
Feb-Mar 2020	COVID-19	-33.8%	+24.4%	+40.5%
Ene-Feb 2022	Ucrania	-10.4%	+3.2%	+8.4%
Abr-Jun 2022	Inflación	-14.8%	+7.3%	+4.5%
Jul-Ago 2024	Yen carry	-9.0%	+9.1%	+1.1%
Feb-Abr 2025	Aranceles	-20.2%	+6.1%	+11.6%
MEDIA		-14.6%	+6.9%	+7.9%



Suele subir fuertemente cuando la renta variable afronta grandes correciones. **Desde 2011, ha subido de media un +16% cuando la bolsa cayó un -21%** en las seis últimas crisis.

En 2026, lleva un +6% YTD (hasta marzo), con Sharpe de 2,68. Ha sido amortiguador, no cabe duda.

El fondo Assenagon Alpha Volatility **utiliza la volatilidad como fuente de rentabilidad** y busca obtener resultados positivos a medio y largo plazo. Especialmente en fases de mercado caracterizadas por una mayor volatilidad, el fondo tiene como objetivo la

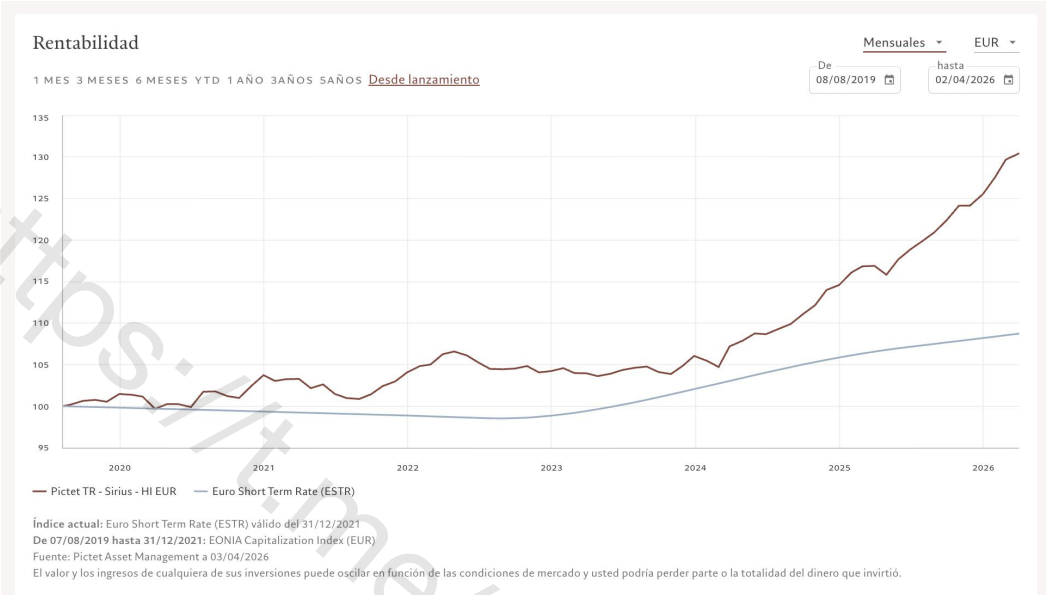
revalorización. Para ello, la gestión de la cartera invierte principalmente en pares de volatilidad de renta variable, **compuestos por posiciones largas y cortas**. A la hora de aplicar la estrategia, se hace especial hincapié en el uso de instrumentos de inversión derivados que, por lo general, solo comprometen una pequeña parte de los activos líquidos del fondo. Con el fin de ofrecer el mayor grado de seguridad posible, los activos líquidos disponibles se invierten principalmente en bonos del Estado de primera categoría. El fondo se gestiona de forma activa y no está vinculado a ningún índice de referencia.

Más información; **https://www.assenagon.com/en/funds/assenagon-alpha-volatility-i2**

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #30 - Pictet Sirius

A falta de conocer la Clase concreta del fondo (hay cinco clases denominadas en euros) vamos a analizar la **LU1799936437**. **Aquí podemos ver todas las métricas**; hablan por sí solas.



Rentabilidad histórica

A 02/04/2026

Rentabilidad - en EUR

		Fondo	Índice de referencia
1 mes	Acumulada	0,63 %	0,16 %
3 meses	Acumulada	3,74 %	0,47 %
6 meses	Acumulada	6,62 %	0,97 %
YTD	Acumulada	3,94 %	0,48 %
1 año	Anualizada	11,73 %	2,01 %
3 años	Anualizada	7,86 %	3,03 %
5 años	Anualizada	4,83 %	1,84 %
Desde lanzamiento (08/08/2019)	Anualizada	4,08 %	1,27 %

Rentabilidad móvil a 12 meses

A 02/04/2026

Rentabilidad móvil a 12 meses - en EUR

	Fondo	Índice de referencia
3/2025 hasta 3/2026	11,55 %	2,02 %
3/2024 hasta 3/2025	9,03 %	3,43 %
3/2023 hasta 3/2024	3,12 %	3,65 %
3/2022 hasta 3/2023	-2,16 %	0,69 %
3/2021 hasta 3/2022	2,88 %	-0,51 %
3/2020 hasta 3/2021	3,62 %	-0,47 %

https://t.me/IcariaPatrimonio

Rentabilidades anuales

A 02/04/2026

Calendario Rentabilidad - EN EUR

	Fondo	Índice de referencia
2025	9,55 %	2,21 %
2024	8,04 %	3,73 %
2023	1,76 %	3,23 %
2022	0,12 %	-0,02 %
2021	0,35 %	-0,49 %
2020	2,23 %	-0,47 %

Estadísticas de rentabilidad

De 31/03/2023 hasta 02/04/2026 - Mensuales

Rentab. acum. fondo	25,49 %	Rentab. acum. índice	9,36 %
Rentab. anualiz. fondo	7,86 %	Rentab. anualiz. índice	3,03 %
Volatilidad del fondo	2,62 %	Volatilidad del índice	0,27 %
Val. liq. mínimo	-	TE	2,71 %
Ratio Sharpe	1,67	Ratio información	1,78
Alfa de Jensen	4,55 %	Beta	-3,25
Correlación	-0,01	R al cuadrado	0,0002
Subida máx.	26,23 % 21/04/2023 - 02/04/2026	Bajada máx.	-2,33 % 27/02/2025 - 23/05/2025
Val. liq. máximo	EUR 130,46 02/04/2026	Val. liq. mínimo	EUR 103,35 20/04/2023

Comisiones y gastos

TER	3,51 % - A finales diciembre 2025
Comisiones de gestión y otros costes administrativos o de funcionamiento	1,46 %
Costes de operación ⓘ	0,24 %
Comisión de gestión	0,90 %

Comisión de éxito	20.0% de la rentabilidad superior al Índice desde el último pago de comisión de rentabilidad*

*Index: Euro Short Term Rate (€STER); Sobrerendimiento en comparación con el índice de comisión de rendimiento desde la fecha del último pago de la comisión de rendimiento. La frecuencia de cristalización es anual; con el principio de Cota máxima (High Water Mark) absoluta y relativa (las pérdidas pasadas deben recuperarse, sin ajuste de pérdidas).

https://t.me/lcariaPatrimonio

El Fondo tratará de obtener exposición principalmente a los **mercados emergentes (incluida China continental)** a través de una extensa gama de bonos empresariales y gubernamentales, bonos convertibles, instrumentos del mercado monetario, divisas y/o depósitos. El Fondo puede invertir directamente en estas clases de activos o a través de productos estructurados o derivados El Fondo puede invertir en cualquier sector, calidad crediticia y divisa.

Desde la gestora, creen que el universo de renta fija de mercados emergentes (ME) ofrece atractivas oportunidades de alpha para obtener las rentabilidades sin correlación que buscan los inversores. Muchos inversores contemplan los mercados emergentes a través de una sola lente, centrándose en la beta y el carry. El reciente aumento de estrategias de mercados emergentes limitadas por los índices de referencia ha creado oportunidades de crecimiento para nuestro planteamiento long/short. Estas dinámicas, unidas a nuestro enfoque de inversión de riesgo controlado, nos permite aspirar a rentabilidades absolutas en todos los ciclos de mercado, limitando al mismo tiempo las caídas.

Enfoque de inversión; utiliza instrumentos líquidos y derivados en bonos soberanos de mercados emergentes, tasas y divisas para implementar visiones con un perfil asimétrico. Estrategia long/short sin restricciones que busca generar alfa tanto de fuentes macroeconómicas como de valor relativo. **Apunta a la dispersión para generar alfa en todas las condiciones de mercado.**

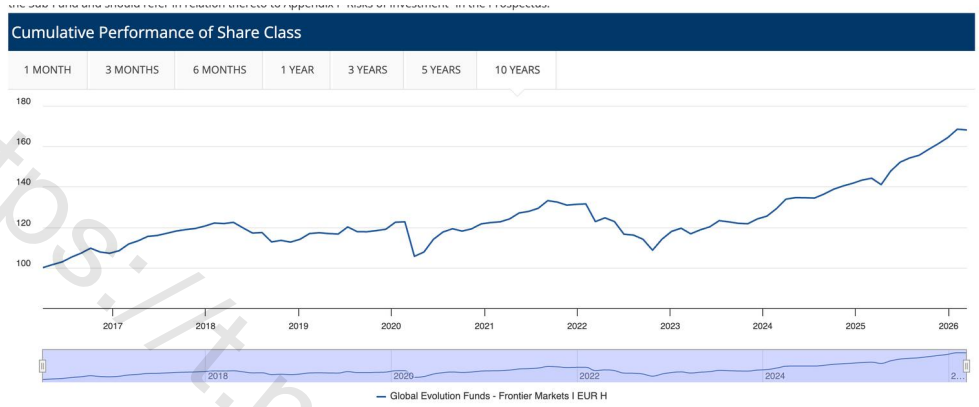
Enfoque disciplinado para asumir riesgos en mercados emergentes: **exposición beta controlada que limita la direccionalidad para proporcionar baja volatilidad y baja correlación con clases de activos beta tradicionales.**

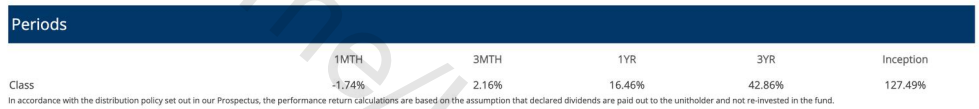
Más información; **https://am.pictet.com/es/es/institutions/funds/pictet-tr-sirius/LU1799936437**

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #31 - Global Evolution Frontier Markets

De nuevo, a falta de confirmar la clase exacta, hablaremos de la Clase I en euros; **LU0501220262**.





Riesgo y rentabilidad de Morningstar

Riesgo vs. Categoría

Baja | Inf a M... | Medio | Sup a ... | Elevada

Rentabilidad vs. Categoría

Baja | Inf a M... | Medio | Sup a ... | Elevada

Medidas de riesgo y volatilidad

Ratios de Captura	Fondo	Categoría	Índice
Alfa	4,51	0,65	0,45
Beta	0,59	0,94	0,04
R^2	53,36	83,12	0,08
Ratio de Sharpe	0,68	0,20	0,06
Desviación estándar	7,10	9,11	8,81

Medidas de Volatilidad de Mercado

Ratios de captura	Inversión	Categoría	Índice
Alza	79	85	11
Bajada	24	76	21
Caída	**Inversión %**	**Categoría %**	**Índice %**
Máximo	-18,05	-25,31	-25,96
Fechas Caídas	**Pico**	**Valle**	**Duración Max**
	01/09/2021	31/10/2022	14 Meses

https://t.me/IcariaPatrimonio

Un 127% acumulado desde 2016 (un 8% CAGR). Cinco estrellas Morningstar, **primer decil de su categoría en cualquier rango de fechas desde hace 15 años.** Con menos riesgo y más rentabilidad a 10 años.

El objetivo de inversión del fondo es lograr la revalorización del capital. Para alcanzar este objetivo, el Fondo invertirá al menos el 70 % en títulos de deuda negociables emitidos o garantizados por entidades soberanas, supranacionales y/o multilaterales domiciliadas en mercados fronterizos, denominados en divisas fuertes y/o locales. Se podrá invertir hasta un 30 % en títulos de deuda negociables e instrumentos del mercado monetario de cualquier parte del mundo. No se superará el 49 % de su valor liquidativo en instrumentos del mercado monetario, efectivo y cuentas equivalentes al efectivo. El subfondo podrá tener exposición a títulos de deuda estructurados y derivados financieros.

Más información;

https://globalevolution.os.fundconnect.com/solutions/default/fundinfo?language=en-GB&clientid=LU&shelves=institutional%2Cretail&isin=LU0501220262

https://global.morningstar.com/es/inversiones/fondos/0P0000SCRZ/cotizacion

https://t.me/LeaRiaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #32 - Aegon ABS Opportunity Fund

Performance

Past performance does not predict future returns.

Annualized performance

	1MO	3MO	YTD	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	SI
Return Annualized (Net)	-0.68	0.61	0.17	4.64	9.77	6.30	-	-	6.24

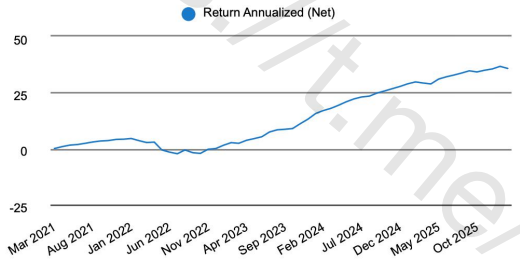
Discrete annual performance

The table below shows the rolling 12-month returns to the end of the reporting month in the year shown

	2026	2025	2024	2023	2022
Return (Net)	4.64	10.93	3.39	-	-

	2021	2020	2019	2018	2017
Return (Net)	-	-	-	-	-

Cumulative five-year performance

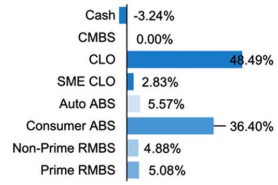


The cumulative performance is based on total return data excluding management, service and entry or exit fees.

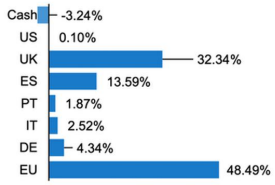
Fund positioning

Please find the positioning of the fund below.

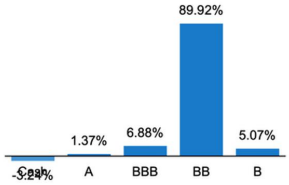
Sector Breakdown



Geographical Breakdown



Rating Breakdown



Calendar year performance

	2025	2024	2023	2022	2021
Fund Gross return (%)	6.71	13.49	13.68	-3.52	6.08
Fund Net return (%)	6.11	12.92	13.11	-4.00	5.55

Source: Aegon Asset Management as at 31 December 2024. Fund launch date 9 September 2020, launch dat October 2020.

Portfolio data

	Portfolio
Number of Issuers	86
Number of Issues	109
Average Credit Quality	BB
Average Life (Yrs)	5.04
Yield to Maturity (%)	6.68
Modified Duration (Yrs)	.17
Spread Duration (Yrs)	4.62

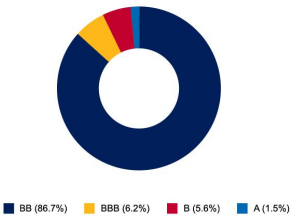
Top 10 holdings (%)

	Portfolio
NDFT_24-3-E 2032-11-15	4.2
NDFT_24-2-E 2032-07-15	4.0
SANR_1-E 2068-10-18	3.4
NDFT_25-1X-E 2033-04-15	3.2
BBVAC_26-1-D 2039-05-20	2.8
SBOLT_25-1-C 2036-12-15	2.5
EGLXY_25-8X-E 2038-10-20	2.2
NGCE_6X-E 2039-04-15	2.2
SHCLO_6X-E 2039-04-15	2.2
NDFT_24-1X-F 2032-03-15	2.1

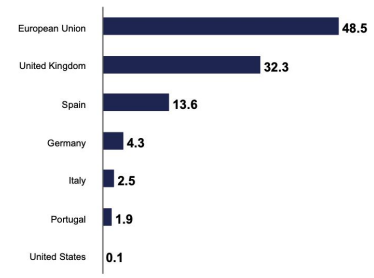
Sector allocation (%)

	Portfolio
CLO	48.5
Credit Card	22.9
Consumer Loan	13.4
Auto	5.6
Non-conform	4.5
RMBS	3.4
SME CLO	2.8
Prime	1.7
Buy-to-let	0.4
Solar	0.1

Ratings allocation



Currency allocation (%)



Currency allocation (%)

	Portfolio pre-hedge	Portfolio post-hedge
EUR	67.6	100.0
GBP	32.3	0.0
USD	0.1	0.0

Characteristics

	EUR	GBP
Yield to maturity[1]	6.68	8.25
Current Yield[1]	6.44	8.53
Spread[1]	443	480
Spread Duration	4.48	
Average Life	4.56	
Modified Duration	0.1607	

[1] Estimated spread and yield to maturity as per reporting date using most conservative assumptions

https://t.me/IcariaPatrimonio

Yield to Maturity de 6,6% y spread actual de 443 pb.

El Fondo pretende alcanzar su objetivo **invirtiendo principalmente en títulos respaldados por activos** (incluidos los CLO, hasta un máximo del 50 %). El Fondo se centrará en títulos respaldados por activos con una calificación crediticia considerada «no apta para inversión». Se entiende por «no apta para inversión» el cumplimiento de uno o más de los siguientes criterios de calificación: B1 o inferior según Moody's Investor Services (Moody's); BB+ o inferior según Standard & Poor's Rating Services (S&P) o Fitch Ratings Inc (Fitch). El Fondo podrá mantener bonos y pagarés con diversos tipos de garantías, entre los que se incluyen, por ejemplo, hipotecas residenciales, hipotecas comerciales, préstamos al consumo, préstamos para la compra de automóviles, préstamos de tarjetas de crédito, préstamos para estudios y préstamos corporativos. El Fondo invertirá la mayor parte de sus activos de la cartera en bonos o pagarés emitidos por emisores ubicados en Europa, pero también podrá invertir en bonos o pagarés emitidos por emisores ubicados en otros países de la OCDE. El Fondo invertirá en activos denominados tanto en euros como en otras divisas. **Cuando se mantengan activos no denominados en euros, la Gestora de Inversiones tratará de cubrir el riesgo de cambio asociado frente al euro.**

Más información;

https://www.aegonam.com/funds-resources/fixed-income/aegon-abs-opportunity-fund/

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #32 - Winton Trend Fund

Net track record [2]

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2018							-1.16%	3.01%	-0.79%	-3.83%	-1.34%	1.88%	-2.37%
2019	-2.93%	-0.45%	4.37%	1.60%	1.41%	2.16%	3.06%	7.80%	-6.15%	-3.68%	0.27%	0.44%	7.37%
2020	0.59%	-0.47%	4.81%	-2.00%	-1.82%	-1.17%	1.45%	0.26%	-2.47%	-1.04%	2.65%	5.51%	6.09%
2021	0.40%	3.89%	1.23%	2.75%	1.62%	-1.33%	0.48%	0.11%	0.69%	3.21%	-5.60%	0.76%	8.17%
2022	1.67%	3.32%	7.28%	4.65%	-0.42%	1.11%	-4.76%	3.77%	5.65%	-1.53%	-4.20%	0.85%	17.97%
2023	-1.13%	0.83%	-3.20%	1.98%	1.62%	3.79%	-0.25%	-0.51%	2.51%	0.59%	-2.82%	-0.65%	2.56%
2024	1.85%	3.74%	2.77%	2.51%	-0.63%	-1.80%	-1.99%	-3.21%	0.19%	-3.68%	1.30%	1.90%	2.63%
2025	0.03%	-4.02%	0.21%	-4.02%	-2.08%	1.82%	-0.57%	2.47%	3.95%	0.12%	1.56%	2.78%	1.91%
2026	3.66%												3.66%

El Winton Trend Fund aplica las estrategias de seguimiento de tendencias que Winton lleva utilizando y perfeccionando desde octubre de 1997. El fondo busca generar rendimientos diversificados siguiendo las tendencias de precios a medio plazo, tanto al alza como a la baja, en un amplio abanico de materias primas, divisas, índices bursátiles y renta fija.

ISIN; IE00BG382R37

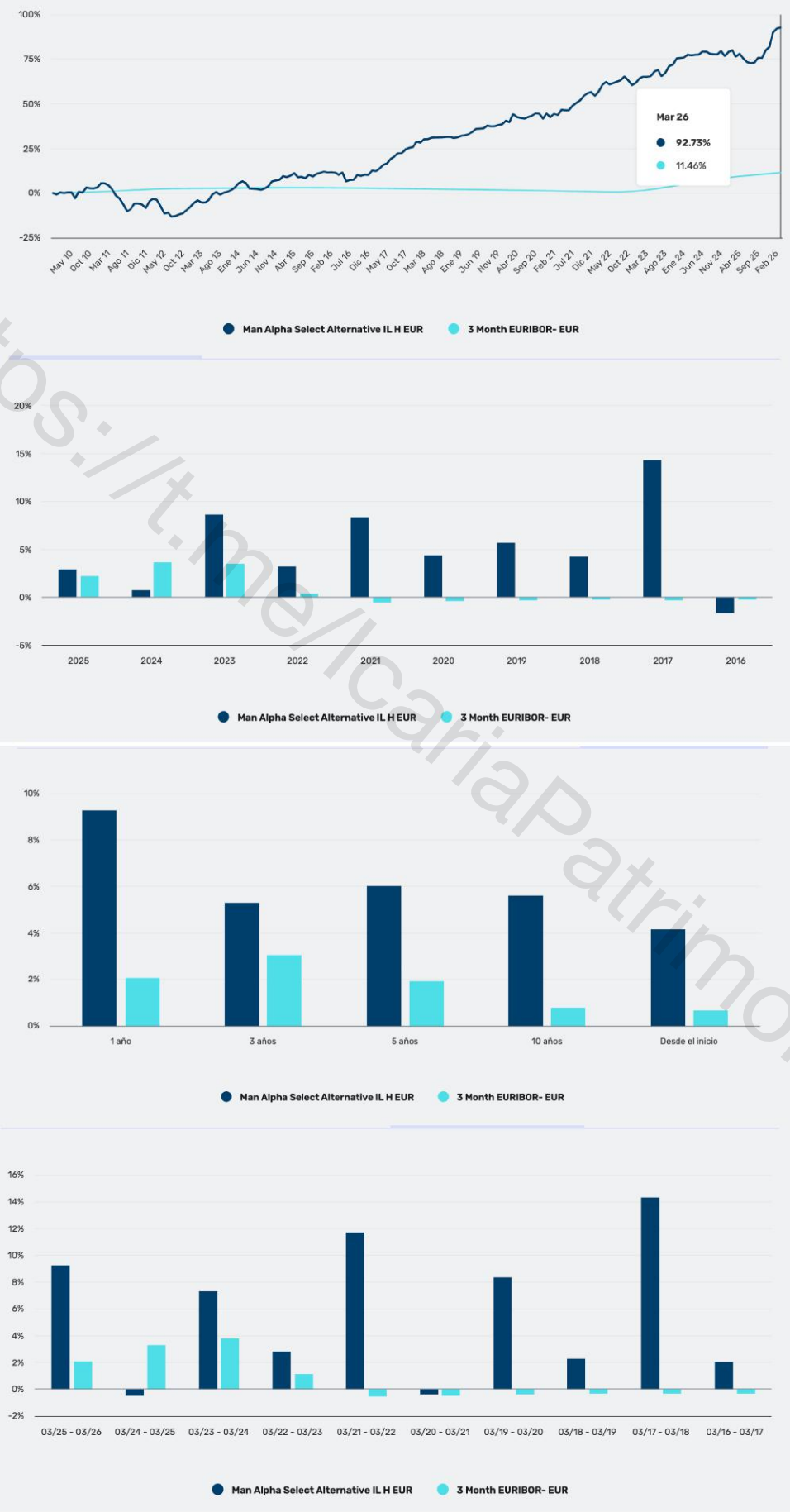
En 2022 hizo +18% y en marzo de 2020 (COVID) un 4,8% en sólo un mes.

YTD lleva 3,6%. Correlación negativa con renta variable (-0,2) y renta fija (-0,3), dando un 6,2% CAGR desde 2018.

Más información; ***https://www.wintonucits.com/trend-fund***

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #33 - Man Alpha Select Alternative



https://t.me/IcariaPatrimonio

Riesgo y rentabilidad de Morningstar

Riesgo vs. Categoría

Rentabilidad vs. Categoría

Medidas de riesgo y volatilidad

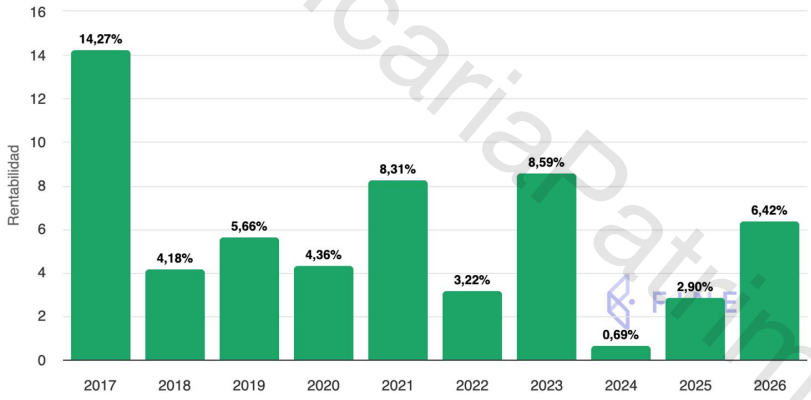
Ratios de Captura	Fondo	Categoría	Índice
Alfa	5,07	1,41	-
Beta	-0,11	0,16	-
R^2	1,44	5,43	-
Ratio de Sharpe	1,18	0,29	0,29
Desviación estándar	4,13	5,09	4,48

Medidas de Volatilidad de Mercado

Ratios de captura	Inversión	Categoría
Alza	45	36
Bajada	-53	5
Caída	**Inversión %**	**Categoría %**
Máximo	-4,55	-10,08
Fechas Caídas	**Pico**	**Valle**
	01/03/2016	30/06/2016

Rentabilidad

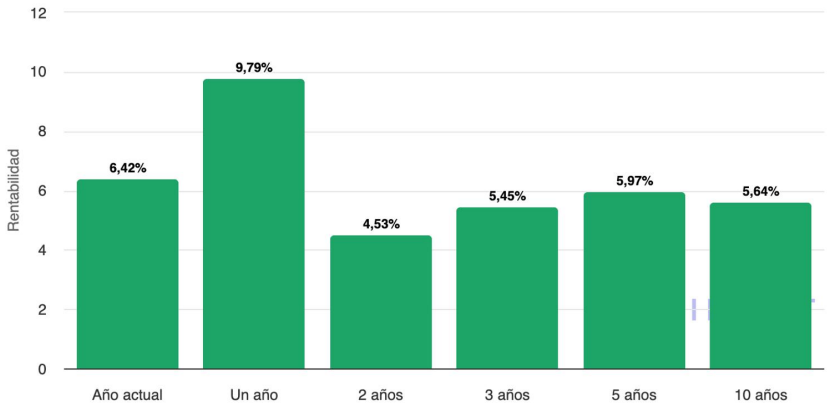
Por periodos | Por años



* Calculada en la divisa del valor liquidativo

Rentabilidad

Por periodos | Por años



https://t.me/IcariaPatrimonio

Contribution Analysis

Top 5 Contributors[5]

Company Name/Sector - Country	MTD	EOM Position
NATIONAL GRID PLC	0.81%	Long
SSE PLC	0.75%	Long
HALMA PLC	0.51%	Long
ANGLO AMERICAN PLC	0.46%	Long
GLENCORE PLC	0.44%	Long

Bottom 5 Contributors[5]

Company Name/Sector - Country	MTD	EOM Position
Consumer Staples - United Kingdom	-0.43%	Short
Financials - United Kingdom	-0.35%	Short
ST JAMES'S PLACE PLC	-0.29%	Long
Consumer Staples - United Kingdom	-0.29%	Short
Consumer Discretionary - United Kingdom	-0.27%	Short

Exposure and Risk Analysis[6]

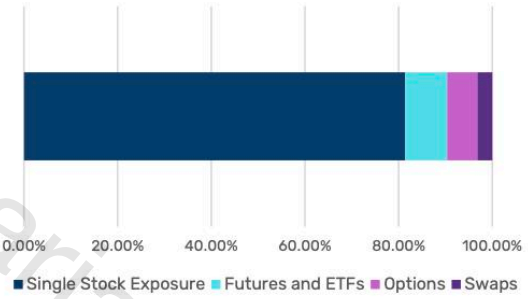
Headline Equity Exposure[7]

	Close	Change	Average	Positions	Change
Gross	202.76%	-7.69%	196.01%	210	20
Net	0.75%	-1.22%	1.34%	210	20
Long	101.76%	-4.45%	98.68%	126	11
Short	101.01%	-3.24%	97.34%	84	9

Breakdown by Asset Class[9]

	Market Value	Gross Exposure
Commodity	0.00%	0.00%
Convertibles	0.00%	0.00%
Equities	8.78%	202.76%
Fixed Income	85.37%	85.37%
Currency	5.85%	3.49%
Money Markets	0.00%	0.00%
Other	0.00%	0.00%
Total	**100.00%**	**291.63%**

Gross Equity Exposure by Security Type[8]



Equity Exposure By Market Cap[10]

	Long	Short	Net	Gross
$0 - $0.25Bn	0.00%	0.25%	-0.25%	0.25%
$0.25Bn - $2Bn	2.90%	7.59%	-4.68%	10.49%
$2Bn - $10Bn	19.59%	31.03%	-11.44%	50.62%
$10Bn - $50Bn	35.10%	49.91%	-14.81%	85.00%
$50Bn +	44.16%	12.23%	31.93%	56.39%

Gross Position Concentration

	Current Month %
Top 10	48.69%
Top 20	77.35%
Top 30	99.08%

Equity Exposure by Sector[7]

	Long	Short	Net	Gross
Communication Services	2.16%	11.38%	-9.22%	13.54%
Consumer Discretionary	8.25%	12.36%	-4.10%	20.61%
Consumer Staples	9.41%	18.41%	-8.99%	27.82%
Energy	2.29%	1.83%	0.45%	4.12%
Financials	12.17%	22.50%	-10.33%	34.67%
Health Care	4.04%	2.66%	1.38%	6.71%
Industrials	24.41%	11.38%	13.03%	35.79%
Information Technology	5.63%	6.15%	-0.52%	11.78%
Materials	18.12%	3.63%	14.49%	21.75%
Real Estate	2.31%	6.12%	-3.80%	8.43%
Unclassified	0.00%	0.27%	-0.27%	0.27%
Utilities	12.95%	4.33%	8.62%	17.28%

Top 10 Equity Exposure by Country[7]

	Long	Short	Net	Gross
United Kingdom	73.63%	79.02%	-5.39%	152.64%
United States	6.96%	2.59%	4.37%	9.55%
Australia	6.25%	0.06%	6.19%	6.31%
Ireland	3.05%	2.81%	0.23%	5.86%
Germany	3.49%	1.68%	1.80%	5.17%
Sweden	1.24%	2.52%	-1.28%	3.76%
Hong Kong	3.27%	0.00%	3.27%	3.27%
Switzerland	0.79%	1.69%	-0.90%	2.48%
France	0.24%	2.19%	-1.95%	2.43%
Italy	1.68%	0.64%	1.04%	2.31%

https://t.me/icariaPatrimonio

Man Alpha Select Alternative es un fondo long-short neutral respecto al mercado, que se centra en renta variable de Reino Unido de alta capitalización. **El Fondo aspira a generar un alfa consistente a través de sus posiciones largas y cortas**, y rentabilidades que no estén correlacionadas con las clases de activos tradicionales.

Hemos podido entrar en el fondo aún estando cerrado a nuevos inversores, con uno de los mejores trackrecord en long-short del mundo. Es un fondo que está en soft-close (no acepta nuevos inversores) pero en realidad es un hard-close (tampoco acepta nuevas suscripciones). A los inversores de Icaria Patrimonio nos han dado un *slot* para ir incrementando posiciones de un millón extra, así que con las nuevas suscripciones también podremos ir aumentándolo.

El Man GLG Alpha Select Alternative es un fondo market neutral long short de baja volatilidad. Trata de neutralizar el impacto del mercado, geografías, estilos y sectores de modo que la rentabilidad del fondo se obtenga de la habilidad de los gestores para seleccionar activos a través de un análisis fundamental bottom-up.

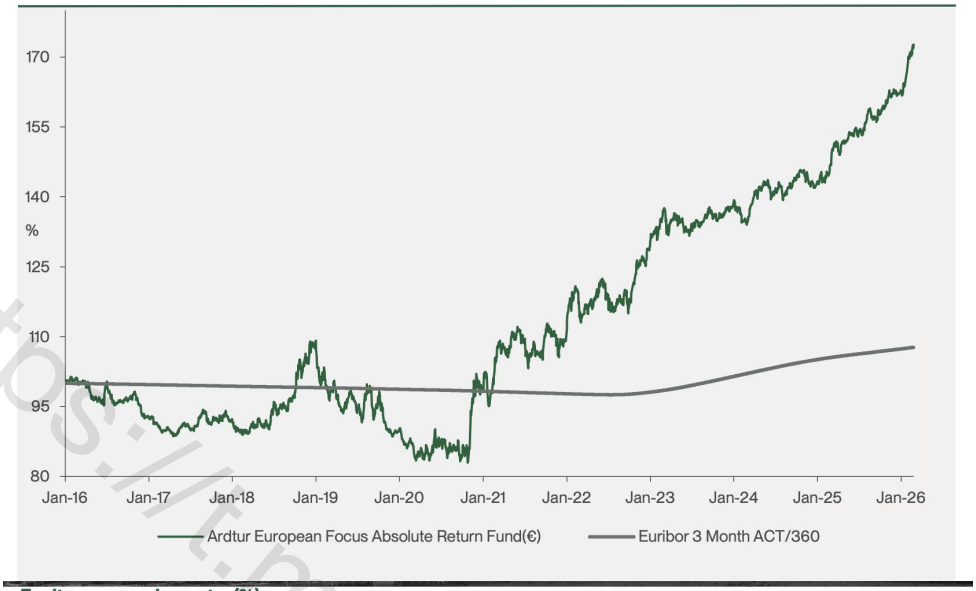
El producto no tiene un objetivo de rentabilidad explícito. **Su objetivo es generar alfa y proporcionar una rentabilidad consistente con baja volatilidad y baja correlación con el resto de activos.** Con datos a cierre de enero, **desde su lanzamiento en diciembre de 2012 ha generado un retorno anualizado del 6,7% con una volatilidad anualizada del 4,2%. Su ratio de Sharpe es del 1,44.**

Los responsables de la estrategia basan su labor en la gestión fundamental realizando un análisis bottom-up a través del que evalúan si una compañía es candidata a ser una posición larga o corta. Buscan encontrar divergencias entre el valor intrínseco de una acción según su análisis y la percepción del mercado acerca de su valor de acuerdo con el precio de la acción. El objetivo que persiguen es generar alfa tanto en el lado largo como en el corto, explotando estas diferencias.

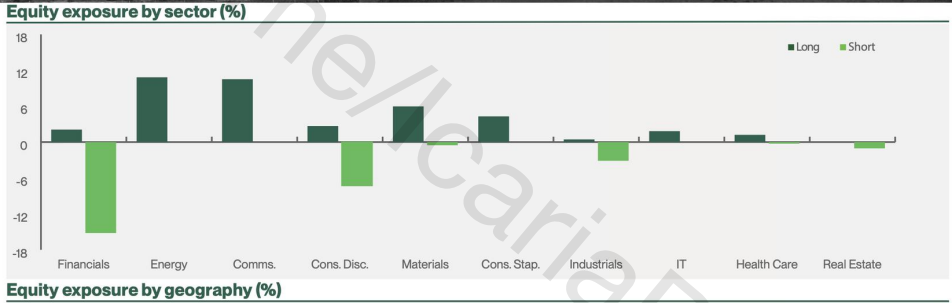
https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #34 - Ardtur European Focus Absolute Return

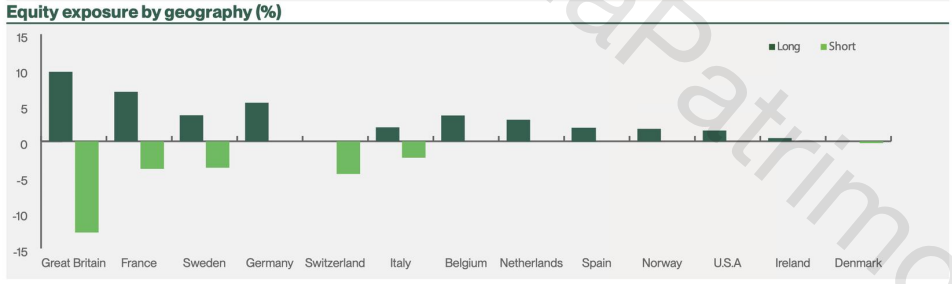
CUMULATIVE PERFORMANCE SINCE INCEPTION[3]



Equity exposure by sector (%)



Equity exposure by geography (%)



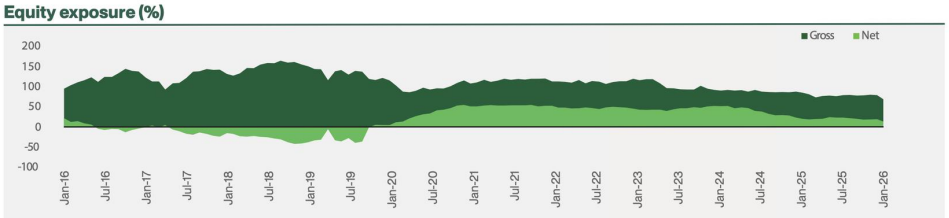
Top 10 positions

	%
Orange	4.6
Shell	3.7
Anheuser-Busch InBev	3.6
Vodafone	3.0
BASF	2.5
TOTAL	2.3
BP	2.1
Telefonica	1.8
Ericsson	1.8
Hennes & Mauritz	1.8

Statistics

	1-year	3-year	5-year	Inception
Fund annual s.dev.	4.1	5.4	7.8	10.2
Index annual s.dev.	8.1	9.0	11.9	13.0
Alpha	1.3	0.4	0.7	0.4
Beta	0.0	0.2	0.2	0.1
Correlation	0.1	0.3	0.3	0.2
Sharpe Ratio	3.8	0.9	1.1	0.5
Information Ratio	0.1	-0.6	-0.1	-0.2
Tracking Error	8.9	8.9	12.2	15.0

Equity exposure (%)



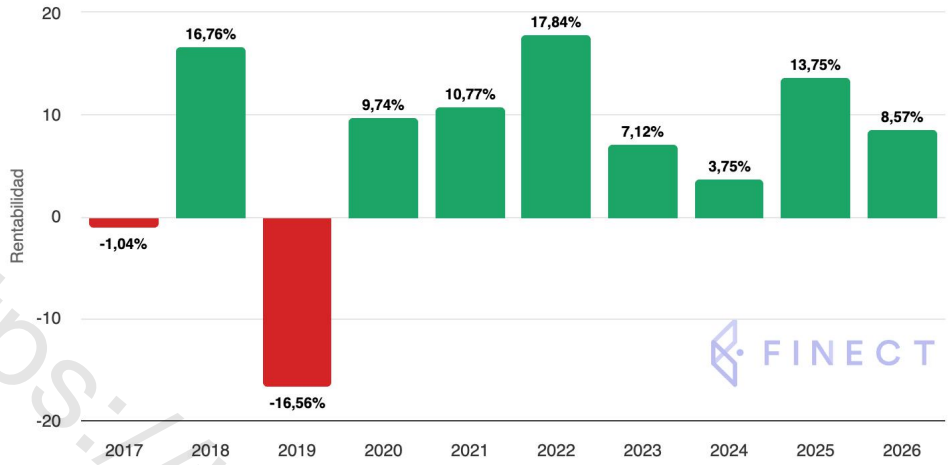
Asset allocation as % of NAV

Long equity	39.9	Net equity	12.4
Short equity	(27.5)	Gross equity	67.3

https://t.me/IcariaPatrimonio

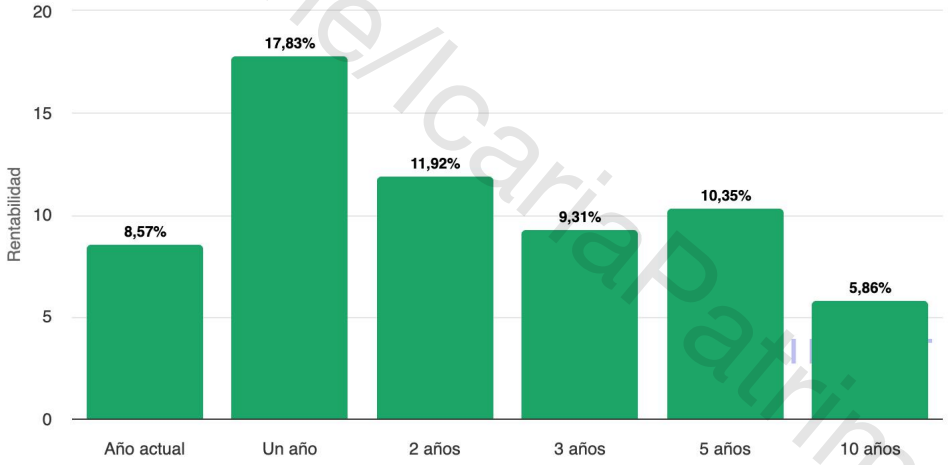
Rentabilidad

Por periodos | Por años



FINECT

Por periodos | Por años



https://t.me/IcariaPatrimonio

En 2022 hizo un tremendo +18%, en 2020 un +10% y en 2018 un +17%. Sobran las palabras.

En el primer decil de su categoría a 1, 3 y 5 años. En el primer cuartil a 10 años. Cinco estrellas Morningstar.

A fecha 1 de abril de 2026 lleva casi un +9% YTD. Tremendo.

A cinco años, 10,35% CAGR. Según Finect, de 21 fondos long-short de RV europea, es **el mejor a 5 años en Sharpe y el segundo mejor en retornos.** Máxima caída del -4,78% en cinco años (de junio a septiembre de 2022, recuperándose en apenas un mes, y acabando el año en +18%). Un gran Downside Ratio de -18.

Más información; ***https://www.swmitchellcapital.com/funds/ardtur-european-focus-absolute-return-fund***

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #35 - Jupiter Merian Global Equity Absolute Return

Rentabilidad del fondo

A fecha de 28/02/2026

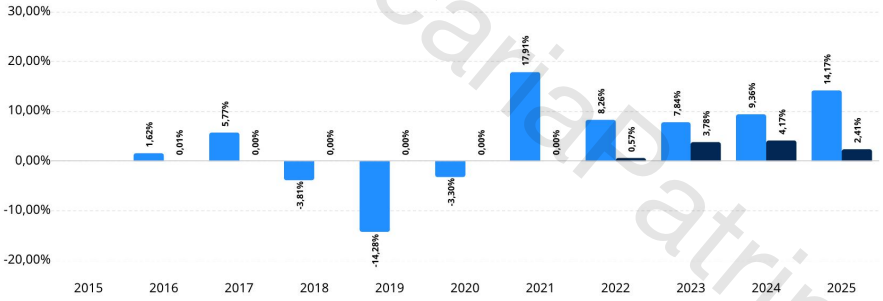
Acumulado | Interanual | Año natural

Desde: **30/06/2009** Hasta: **28/02/2026**

(FONDOS) 30/06/2009 - 28/02/2026
Jupiter Merian Global Equity Absolute Return Fund - I EUR ACC HSC
▲ 129,80%

(ÍNDICE DE REFERENCIA) 30/06/2009 - 28/02/2026
ECB Main Refinancing Operations Rate
▲ 16,69%

Acumulado | Interanual | Año natural



(FONDOS)
Jupiter Merian Global Equity Absolute Return Fund - I EUR ACC HSC

(ÍNDICE DE REFERENCIA)
ECB Main Refinancing Operations Rate

Posiciones del fondo

Asignación sectorial

A fecha de **31/03/2026**

	Corto	Largo
Finanzas	-17,94%	18,30%
Bienes de consumo discrecional	-16,14%	12,54%
Tecnologías de la información	-12,41%	13,91%
Industria	-12,53%	13,78%
Salud	-7,86%	10,98%
Materiales	-8,83%	5,89%
Valores inmobiliarios	-7,12%	3,80%
Productos básicos de consumo	-4,96%	4,83%
Energía	-5,07%	3,54%
Servicios de comunicación	-1,94%	6,41%
Suministros públicos	-1,29%	2,27%
Efectivo	-	99,83%
Otros	0,00%	-

https://t.me/icariapatrimonio

Posiciones del fondo a 28 febrero 2026

Las Cinco Principales Posiciones Largas (% del patrimonio neto)

Samsung Electronics Ltd_Cfd	1,4
Sk Hynix Inc_Cfd	1,3
Delta Electronics Inc_Cfd	1,3
Taiwan Semiconductor Manufacturing_Cfd	1,1
Novartis Ag	1,0

Las Cinco Principales Posiciones Cortas (% del patrimonio neto) **(Por Industria)**

Energía	-1,1
Materiales	-1,1
Productos básicos de consumo	-1,1
Industria	-1,0
Finanzas	-1,0

Asignación sectorial (%)

	Corto	Largo
Finanzas	-16,2	20,7
Bienes de consumo discrecional	-15,1	16,1
Industria	-15,4	13,8
Tecnologías de la información	-11,8	13,7
Salud	-7,4	10,8
Materiales	-8,1	6,5
Servicios de comunicación	-2,4	4,4
Valores inmobiliarios	-6,4	3,7
Productos básicos de consumo	-7,1	3,4
Suministros públicos	-1,6	2,7
Energía	-6,2	2,1
	-97,6	**97,9**
Efectivo	**-**	**99,7**
Total	**-97,6**	**197,6**

Debido al redondeo pueden no sumar el 100%.

Asignación regional (%)

	Corto	Largo
MD América	-29,7	30,3
MD Europa y Oriente Medio	-26,1	26,0
ME Asia	-21,9	22,6
MD Pacífico	-16,1	15,1
ME Europa, Oriente Medio y África	-3,0	3,3
ME América	-0,8	0,6
	-97,6	**97,9**
Efectivo	**-**	**99,7**
Total	**-97,6**	**197,6**

Debido al redondeo pueden no sumar el 100%.

Historial De Rentabilidad I EUR ACC HSC (%)

	ene.	feb.	mar.	abr.	may.	jun.	jul.	ago.	sep.	oct.	nov.	dic.	Año en curso
2026	0,7	-0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5
2025	1,2	1,8	1,3	-0,2	2,8	0,0	-0,1	0,7	1,3	-0,7	3,0	2,4	14,2
2024	2,2	0,8	0,0	1,2	0,2	0,5	-0,4	1,0	-0,2	2,0	1,2	0,6	9,4
2023	0,7	-0,3	0,6	0,2	0,6	1,8	-1,0	1,5	1,6	1,5	0,0	0,4	7,8
2022	0,9	0,3	-0,1	0,5	1,9	-1,0	-0,6	0,9	3,2	0,4	1,2	0,5	8,3
2021	4,8	-0,4	5,2	2,0	2,7	-0,6	-1,2	0,0	1,3	-1,0	1,0	3,0	17,9
2020	0,8	-1,5	-2,6	-0,9	-1,5	1,2	0,7	-0,8	2,0	1,1	-2,9	1,4	-3,3
2019	-2,0	-1,1	-0,4	-3,6	0,7	0,4	-2,0	-1,8	-1,1	-1,5	-0,6	-2,0	-14,3
2018	1,2	0,5	1,2	-1,1	0,4	-2,3	-1,0	-0,1	-0,3	-1,6	-2,9	2,2	-3,8
2017	1,4	-0,6	-0,3	-0,9	-0,7	1,2	2,1	2,3	0,7	2,4	-0,4	-1,7	5,8
2016	0,1	-0,8	0,0	-0,2	-0,1	-1,2	1,0	-1,0	0,1	1,7	0,7	1,3	1,6
2015	1,2	-2,0	-0,5	-1,5	0,9	1,1	-0,6	1,2	2,6	-1,0	1,4	1,1	3,7
2014	1,7	1,4	0,4	0,9	0,1	-1,6	0,5	0,5	1,0	0,5	1,6	1,6	8,9
2013	4,2	1,2	2,7	4,0	1,8	1,1	0,2	-1,8	0,1	1,4	2,4	-0,6	17,8
2012	-0,5	2,0	0,8	1,2	-0,2	-0,7	1,4	1,0	0,5	0,8	-1,5	-3,1	1,5
2011	1,4	-0,2	1,5	0,8	2,0	2,0	3,6	3,4	-0,6	-1,1	-0,2	0,2	13,3
2010	0,5	0,4	0,6	-0,2	-1,7	-1,6	-0,4	-1,9	2,5	0,3	2,4	-0,6	0,3
2009	-	-	-	-	-	0,0	0,8	0,2	-1,6	1,7	-1,0	1,3	1,2

La rentabilidad histórica no constituye una indicación de las rentabilidades futuras. Las rentabilidades podrían incrementarse o disminuir como resultado de las fluctuaciones de las divisas. Los datos de rentabilidad que aquí figuran no tienen en cuenta las comisiones y gastos relacionados con la emisión y el rescate de participaciones.
Fuente: © 2026 Morningstar. Reservados todos los derechos. Los datos de rendimiento del fondo para I EUR ACC HSC se calculan sobre la base de NAV a NAV, ingresos reinvertidos, netos de comisiones. Toda la información a 28 febrero 2026 salvo que se indique lo contrario.

Resumen Estadístico

Sharpe Ratio Desde El Lanzamiento	0.9

Correlaciones vs I USD Acc share class

MSCI World NR USD	-0.09
FTSE WGBI Hdg USD	-0.12

https://t.me/clasesparticulares

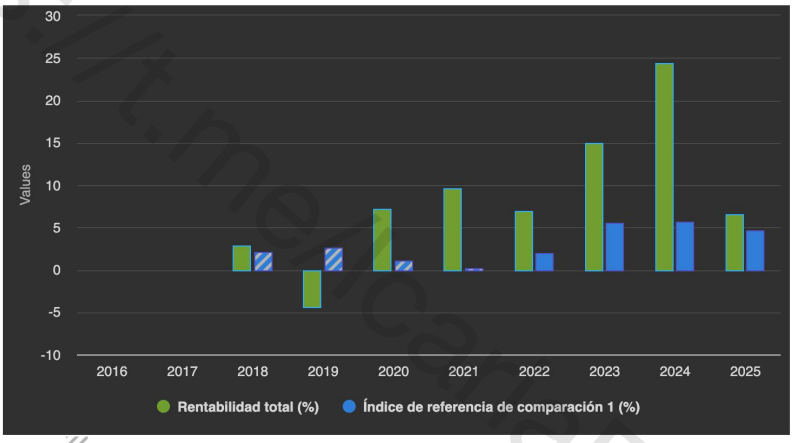
Asumimos Clase IE00BLP5S791. Fondo long-short market neutral. Cinco estrellas Morningstar. **Primer cuartil de su categoría en todos los rangos de fechas, de 1 a 15 años. A 15 años, percentil 1, brutal. Sharpe de 1,79 a 5 años y de 0,9 desde su lanzamiento en 2009.** Nada mal. **Volatilidad muy contenida, entre el 4-6%. Downside Ratio de -55. Máxima caída del 2,17% a 5 años. Correlación de -0,09 con el MSCI World.** Impecable.

De 2018 a 2020 cayó un -25%, desconozco el motivo, pero también debe tenerse en cuenta. Más información; **https://www.jupiteram.com/es/es/professional/jupiter-merian-global-equity-absolute-return-fund/**

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #36 - BlackRock Systematic Asia Pacific Equity Absolute Return

BSF BlackRock Systematic Asia Pacific Equity Absolute Return Fund (EUR)

Índice de referencia de comparación 1: 3 month SOFR Compounded in Arrears + ISDA spread (USD)



Durante este periodo, la rentabilidad se logró en unas circunstancias que ya no están vigentes.

*Antes de 15 dic 2021, el Fondo utilizaba un índice de referencia distinto, lo que se refleja en los datos del índice de referencia.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Rentabilidad total (%) EUR			2,8	-4,4	7,2	9,7	6,9	15,0	24,4	6,6
Índice de referencia de comparación 1 (%) USD			2,1	2,6	1,1	0,2	2,0	5,5	5,6	4,7

Posiciones

Principales posiciones

a 31 mar 2026

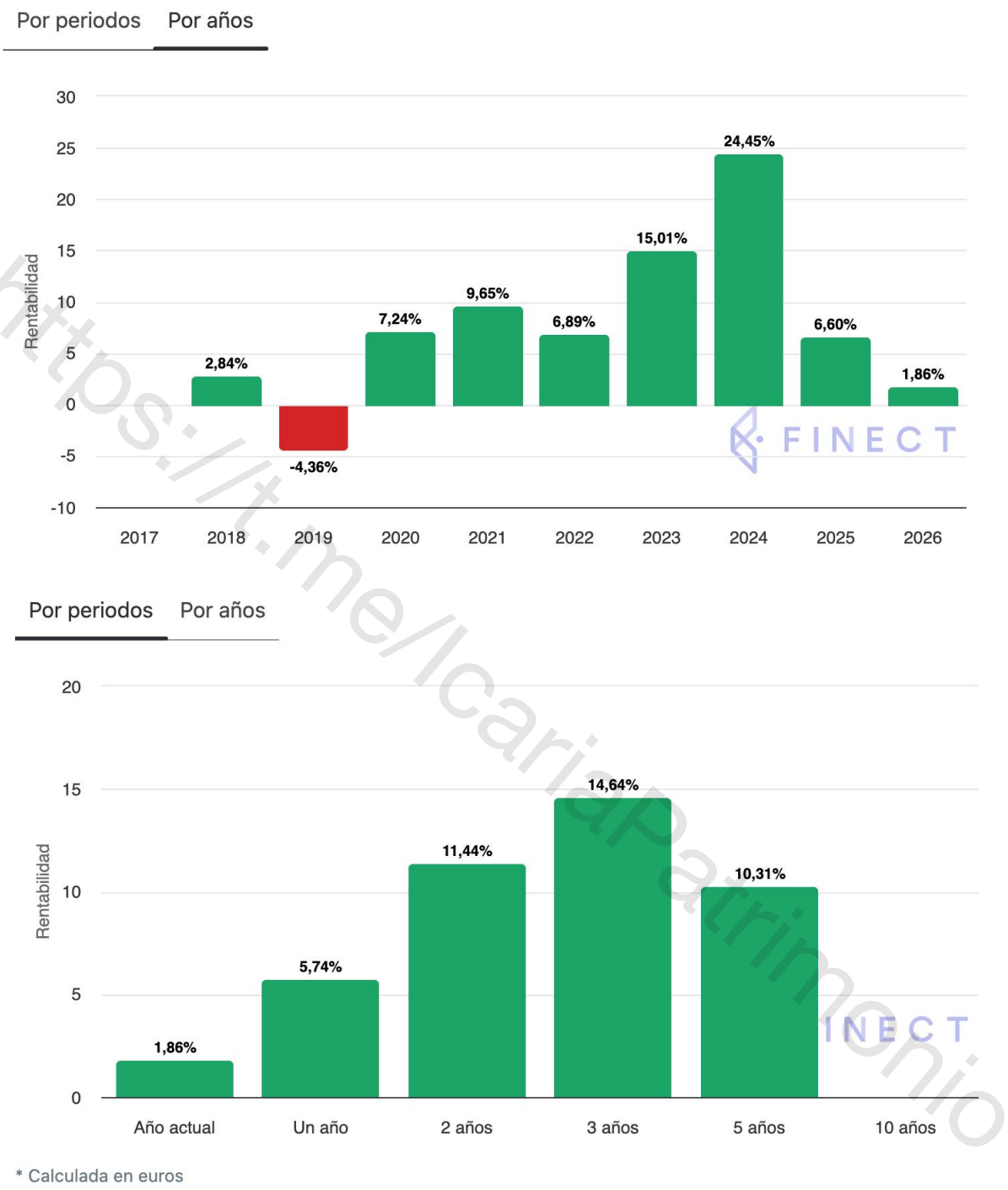
Nombre	Peso (%)	Nombre	Peso (%)
ADVANCED INFO SERVICE PCL	1,46	YUANTA FINANCIAL HOLDING CO LTD	1,09
SINGAPORE TECHNOLOGIES ENGINEERING LTD	1,45	ICICI BANK LTD	0,99
FAR EASTONE TELECOMMUNICATIONS CO LTD	1,26	VENTURE CORPORATION LTD	0,94
CITIC LTD	1,22	HDFC BANK LTD	0,89
CONTEMPORARY AMPEREX TECHNOLOGY CO LTD	1,15	BEIJING-SHANGHAI HIGH SPEED RAILWAY CO LTD	0,83

Tenencias sujetas a cambio

	1a	3a	5a	10a	Desde lanzamiento
Rentabilidad total (%) EUR	3,50	14,24	10,52	-	6,83
Índice de referencia de comparación 1 (%) USD	4,49	5,19	3,75	-	2,83

https://t.me/icariaPatrimonio

Rentabilidad

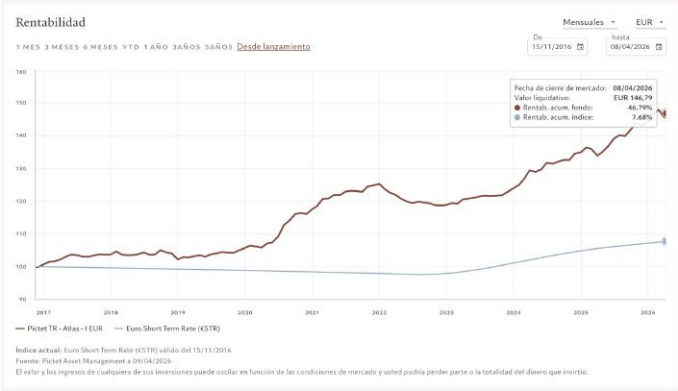


* Calculada en euros

Asumimos Clase LU1593227850. **6,83% anualizado** desde lanzamiento en 2017. **Sharpe a 5 años del 1,67 con una volatilidad del 5% y una máxima caída del -6,40%.** Percentil y cuartil top en su categoría, cinco estrellar Morningstar. Downside ratio de -48 con upside de 89. Más información; **https://www.blackrock.com/es/profesionales/productos/287218/blackrock-blackrock-systematic-asia-pacific-equity-absolute-return-fund**

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #37 - Pictet TR - Atlas



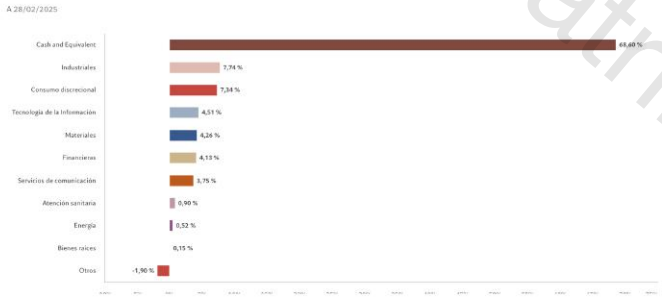
Rentabilidad - en EUR

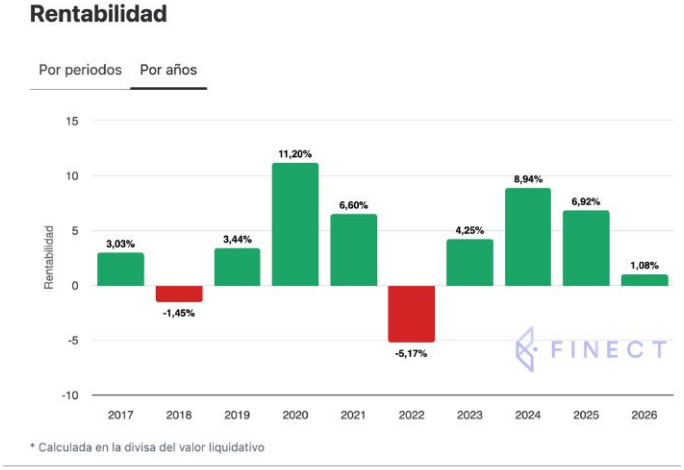
		Fondo	Índice de referencia
1 mes	Acumulada	-0,08 %	0,17 %
3 meses	Acumulada	0,63 %	0,47 %
6 meses	Acumulada	2,74 %	0,97 %
YTD	Acumulada	1,76 %	0,52 %
1 año	Anualizada	9,44 %	2,00 %
3 años	Anualizada	6,63 %	3,02 %
5 años	Anualizada	3,81 %	1,85 %
Desde lanzamiento (15/11/2016)	Anualizada	4,17 %	0,79 %

Estadísticas de rentabilidad

De 06/04/2023 hasta 08/04/2026 - Mensuales

Rentab. acum. fondo	21,24 %	Rentab. acum. índice	9,35 %
Rentab. anualiz. fondo	6,63 %	Rentab. anualiz. índice	3,02 %
Volatilidad del fondo	2,88 %	Volatilidad del índice	0,26 %
Val. liq. mínimo		TE	2,94 %
Ratio Sharpe	1,24	Ratio información	1,22
Alfa de Jensen	3,51 %	Beta	-0,51
Correlación	-0,11	R al cuadrado	0,01
Subida máx.	22,84 % 13/04/2023 - 08/04/2026	Bajada máx.	-2,63 % 19/02/2025 - 03/06/2025
Val. liq. máximo	EUR 148,18 26/02/2026	Val. liq. mínimo	EUR 120,63 12/04/2023





* Calculada en la divisa del valor liquidativo

https://t.me/IcariaPatrimonio

Asumimos Clase LU1433232698. **Rentabilidad anualizada del 6,63% con volatilidad del 2,88%. Un Sharpe de 1,24. Una correlación de -0,11.** Como curiosidad, a 28 de febrero se mantiene en un 68% Cash.

Long-short renta variable global. Su objetivo es aumentar el valor de su inversión a largo plazo, buscando al mismo tiempo preservación del capital. Su índice de referencia es el €STR).

Invierte en renta variable global, incluidos los mercados emergentes y China continental. Puede invertir en cualquier sector y divisa. Podrá invertir en fideicomisos de inversión inmobiliaria (REIT).

Los instrumentos del mercado monetario y los depósitos pueden representar un componente significativo de los activos; no obstante, es probable que una gran parte de su rendimiento real proceda de exposiciones creadas a través de derivados y productos estructurados.

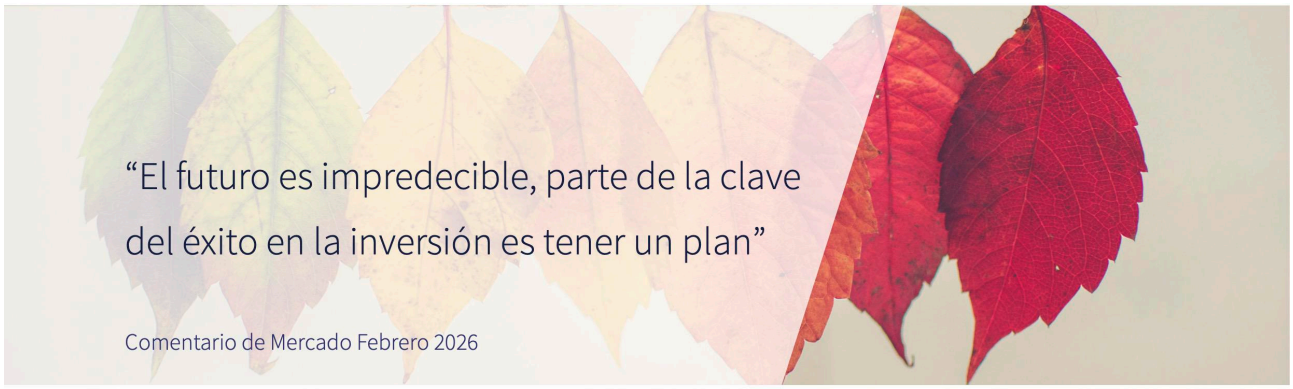
La renta variable global ofrece posibilidades de rentabilidad a largo plazo, pero a corto plazo puede generar episodios de volatilidad originados por las condiciones macroeconómicas y los acontecimientos políticos. Esto justifica su enfoque long/short global, que tiene en cuenta el entorno top-down, con el fin de determinar dónde pueden obtener la mejor remuneración por los riesgos asumidos, combinado con un riguroso análisis bottom-up de los títulos para evaluar la relación entre el precio y los fundamentales.

Fuerte enfoque en la preservación del capital en mercados a la baja. Apunta a rendimientos diversificados en geografías y estilos a lo largo del tiempo.

Más información; **https://am.pictet.com/es/es/institutions/funds/pictet-tr-atlas/LU1433232698**

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio, FIL
Carta mensual - febrero 2026



Icaria Patrimonio es un fondo que invierte en mercados cotizados y mercados privados bajo el modelo Endowment. Es importante señalar que Icaria Patrimonio no tiene una limitación por parte de la gestora, ni por parte del vehículo para invertir en mercados de renta variable, renta fija, high yield, privados, hedge funds, o cualquier otra categoría de activo. El FIL puede invertir en la categoría de activo que considere más apropiada en cada momento. Este hecho es importante, ya que cuando estás anclado a un perfil de activo, tu conflicto de interés es importante e intentarás argumentar que esa categoría de activo es la mejor en detrimento del resto. Tenemos la gran suerte de tener flexibilidad, primero porque Andbank cree en la gestión de autor, y segundo porque un FIL (Fondo de Inversión Libre) es un perfil de vehículo flexible. En definitiva, Icaria Patrimonio FIL tiene la composición que considero ideal, sin ningún conflicto de interés ni sesgo. Un equilibrio entre el mundo cotizado, con su volatilidad y liquidez, y el mundo privado, con su prima de rentabilidad, menor volatilidad y mayor iliquidez.

> *El inicio de año ha sido bueno con una rentabilidad positiva del 0,77% en la clase I y del 0,74% en la clase A. El patrimonio bajo gestión a cierre de año era de 21,47 millones de euros*

Cerramos febrero de 2026 en Icaria Patrimonio FIL. El inicio de año ha sido bueno con una rentabilidad positiva del 0,77% en la clase I y del 0,74% en la clase A. El patrimonio bajo gestión a cierre de año era de 21,47 millones de euros.

Hay meses que pasan sin hacer ruido y meses que, mirados en retrospectiva, marcan un punto de inflexión. Febrero de 2026 ha sido de los segundos. No porque haya habido un gran crash ni un rally eufórico, sino porque han sucedido eventos que condicionan lo que está por venir. Para quienes gestionamos Icaria Patrimonio, entender estos movimientos no es un ejercicio académico, es lo que nos permite tomar decisiones con criterio y, sobre todo, anticipar escenarios en lugar de reaccionar a ellos.

> *La economía estadounidense se ha vuelto dependiente del mercado bursátil hasta un punto sin precedentes*

Quizás la historia más relevante del mes no ha sido la más comentada. Goldman Sachs publicó un análisis que debería quitar el sueño a más de un gestor, la economía estadounidense se ha vuelto dependiente del mercado bursátil hasta un punto sin precedentes. El 10% más rico de la población, el cual posee la gran mayoría de los activos financieros, representa hoy una porción desproporcionada del consumo. Es lo que los economistas llaman una economía en forma de K, una parte de la sociedad prospera al ritmo de la bolsa mientras la otra se queda atrás. Esto convierte una simple corrección bursátil en un evento económico real. Si el S&P 500 cae un 20%, no solo se evapora riqueza financiera, se contrae el consumo, se resienten los ingresos fiscales y la confianza se desploma. Cuando todo el sistema depende de que una sola variable siga subiendo, la fragilidad está garantizada. Es exactamente el tipo de riesgo que en Icaria Patrimonio tratamos de neutralizar construyendo una cartera que no dependa de una única fuente de rentabilidad.

> *Nuestra posición en oro dentro de Icaria Patrimonio cumple precisamente esa función, no estamos ahí para especular con movimientos de corto plazo, sino porque creemos en su papel como seguro frente a lo inesperado*

> *Europa registró las mayores entradas de capital en fondos de renta variable en más de una década*

> *No intentamos predecir el futuro, sino construir una cartera que funcione razonablemente bien en cualquier escenario*

El oro nos dio en febrero una lección práctica sobre la diferencia entre especulación y convicción. En cuestión de horas, el precio se desplomó. La causa inmediata fue una cascada de ventas técnicas y el cierre forzado de posiciones apalancadas. Pero lo revelador no fue la caída, sino lo que vino después, en apenas dos sesiones, el metal recuperó todo lo perdido y marcó nuevos máximos. Los factores estructurales que lo impulsan (compras masivas de bancos centrales, desconfianza creciente hacia el dólar como reserva única, tensiones geopolíticas) no han cambiado. Nuestra posición en oro dentro de Icaria Patrimonio cumple precisamente esa función, no estamos ahí para especular con movimientos de corto plazo, sino porque creemos en su papel como seguro frente a lo inesperado. Episodios como este refuerzan esa convicción.

Febrero también trajo señales claras de que la inteligencia artificial ha dejado de ser una promesa para convertirse en una fuerza transformadora real. Las grandes tecnológicas anunciaron planes de inversión en infraestructura por valor de 660.000 millones de dólares solo en 2025 (una cifra equivalente al PIB de algunos países) mientras empresas como Block y Amazon empezaban a sustituir departamentos enteros por sistemas de IA, eliminando miles de puestos cualificados. Lo interesante para el inversor es que la IA ya no es solo comprar Nvidia y esperar, está transformando el software corporativo, la logística, la publicidad, los servicios legales. Las empresas que adoptan estas herramientas recortan costes y mejoran márgenes, las que no lo hacen, pierden competitividad a velocidad alarmante. Estamos ante una revolución que va a crear ganadores y perdedores con una claridad poco habitual, y en Icaria Patrimonio lo tenemos presente a la hora de evaluar dónde queremos y dónde no queremos estar invertidos.

Pero si hay un fenómeno que ha marcado febrero, es el de la rotación de capital. Después de años en los que invertir fuera de Estados Unidos parecía un error, los flujos han empezado a cambiar de dirección. Europa registró las mayores entradas de capital en fondos de renta variable en más de una década, impulsada por valoraciones atractivas, un euro más competitivo y la expectativa de mayor gasto fiscal en defensa e infraestructura. Al mismo tiempo, los mercados emergentes (con China, India y Brasil a la cabeza) han arrancado el año con fuerza, beneficiados por un dólar más débil y materias primas al alza.

Un tema que ha pasado relativamente desapercibido pero que merece nuestra atención: Blue Owl Capital, una de las mayores gestoras de deuda privada del mundo, reconoció problemas serios en su cartera de Direct Lending. No es un caso aislado; es un síntoma de algo más amplio. Durante los años de tipos bajos se concedieron créditos a empresas con modelos frágiles y apalancamiento elevado. Ahora esas grietas empiezan a hacerse visibles. El riesgo es lo que queda cuando crees que ya has pensado en todo. Direct Lending ha sido la clase de activo de moda, con una rentabilidad anualizada equivalente a la renta variable. A pesar de su atractiva rentabilidad, construimos Icaria Patrimonio e Icaria Renta con una exposición del 0% a Direct Lending.

Hace unos meses hablábamos del maturity wall (vencimientos de deuda) y de las añadas más problemáticas en Private Equity. Meses después veo que empieza a comentarse algo que nosotros ya llevamos meses comentando (y tomando decisiones sobre ello). Me reconforta saber que el trabajo duro tiene su recompensa.

Febrero ha dejado un paisaje de mercado más complejo pero también más rico en oportunidades. La tentación natural es intentar adivinar qué viene después: ¿seguirá subiendo Europa? ¿Corregirá la bolsa americana? ¿El oro tocará los 3.000 dólares? La realidad es que nadie lo sabe, y quienes afirman saberlo suelen equivocarse en el peor momento posible. Nuestra filosofía es diferente, no intentamos predecir el futuro, sino construir una cartera que funcione razonablemente bien en cualquier escenario.

> *Eso significa tener exposición a activos reales, diversificación geográfica genuina, protección frente a caídas y la disciplina de no perseguir la moda del momento*

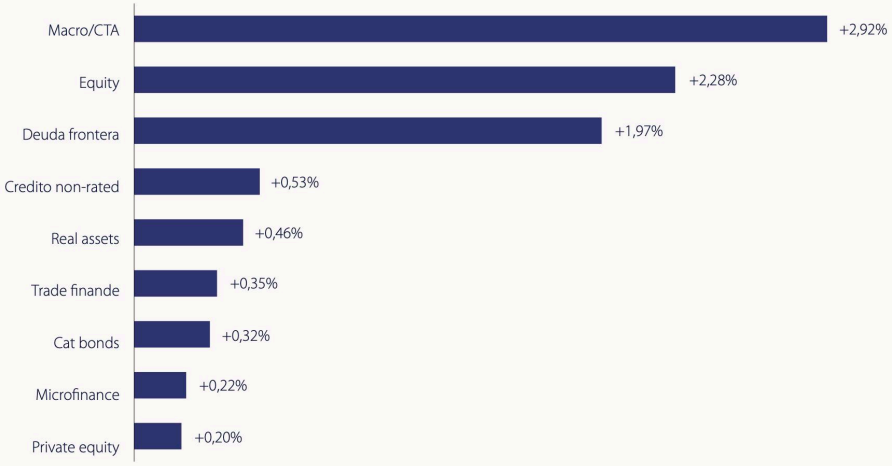
Eso significa tener exposición a activos reales, diversificación geográfica genuina, protección frente a caídas y la disciplina de no perseguir la moda del momento. Febrero ha sido un mes que ha validado precisamente este enfoque, mientras los titulares generaban ruido, una cartera bien construida ha seguido haciendo su trabajo en silencio.

RENTABILIDAD Y PESOS POR CATEGORÍAS

Por categorías no hay nada reseñable, lo han hecho todas las categorías acordes a lo ocurrido en el mes, es decir, los activos con un mayor sesgo a Europa small caps lo han hecho bien en la categoría de bolsa, mientras que las small caps de EEUU (1Main, Laughing Water, Voss) lo han hecho peor. No tiene que ver con la habilidad de los gestores, es una cuestión macro.

Macro y CTA destaca con Brevan Howard, Transtrend y Campbell rentabilidades del entorno del 5%.

Deuda frontera se anota un mes extraordinario tras un fuerte recorte del dólar, que es alcista para los países frontera.



En el mes de febrero ha habido ajustes en la cartera, como venía explicando desde hace ya unos meses, en la parte defensiva. En el mes de marzo los ajustes continuarán con la idea de cerrar el mes con la transición a neutral-defensivo ya terminada.

- Equity: 22,0%
- Private equity: 16,7%
- Cash: 14,4%
- Macro/CTA: 10,5%
- Real assets: 8,9%
- Cat bonds: 7,6%
- Trade finance: 5,4%
- Deuda frontera: 4,6%
- Credito non-rated: 3,4%
- Microfinance: 2,7%
- Retorno absoluto: 1,9%
- Volatility: 1,9%

> *El inversor que evita los grandes descalabros no necesita rentabilidades espectaculares para acabar por delante y sobre todo, evitar tomar malas decisiones*
>
> *Howard Marks*

> *Los fondos Long-Short bien gestionados no pretenden sustituir a la renta variable, sino complementarla*

AJUSTES DE CARTERA ICARIA PATRIMONIO

Por qué hemos elegido estos cinco fondos Long-Short para Icaria Endowment

Existe una idea que parece contraintuitiva pero que los mejores inversores del mundo llevan décadas aplicando en silencio, la clave para construir patrimonio a largo plazo no está en ganar más cuando todo sube, sino en perder menos cuando todo cae. Warren Buffett lo resumió con su célebre primera regla «no pierdas dinero» y Howard Marks lo ha explicado mejor que nadie, el inversor que evita los grandes descalabros no necesita rentabilidades espectaculares para acabar por delante y sobre todo, evitar tomar malas decisiones.

En esta parte de la carta vamos a explicar el trabajo que hay detrás de la selección de los cinco fondos Long-Short que forman el núcleo long-short de bolsa de Icaria Patrimonio. No hemos elegido a ciegas ni por intuición, hemos construido un marco de análisis riguroso, hemos peinado más de nueve años de datos reales de mercado y hemos puesto a cada candidato bajo el microscopio. Queríamos responder una pregunta muy concreta:

¿Qué fondos, combinados con renta variable global, mejoran de verdad la experiencia del inversor?

Imaginemos dos inversores que obtienen exactamente la misma rentabilidad media durante diez años. Uno de ellos ha sufrido caídas del 30-40% por el camino, el otro nunca ha visto su cartera bajar más del 15%. La diferencia en su experiencia vital es enorme. El primero ha pasado noches sin dormir y probablemente ha vendido en el peor momento; el segundo ha mantenido la calma y ha dejado que el interés compuesto haga su magia.

Eso es exactamente lo que hacen los fondos Long-Short bien gestionados. No pretenden sustituir a la renta variable, sino complementarla. Funcionan como amortiguadores que absorben los golpes más duros del mercado y permiten que la cartera se recupere más rápido después de cada crisis.

Para encontrar a los mejores, diseñamos un sistema de puntuación que evalúa cinco dimensiones.

1. La capacidad de proteger en momentos de crisis.
2. La captura de caídas frente al mercado.
3. La mejora del ratio riesgo-rentabilidad al combinarse con renta variable.
4. La reducción de las pérdidas máximas.
5. El grado de descorrelación con los índices tradicionales.

Cada fondo recibe una nota sobre 100. No basta con ser bueno en un aspecto, tienen que aportar valor en el conjunto.

> *Man Alpha Select es la pieza más consistente del puzzle, un fondo con una dispersión mínima que genera retorno casi con independencia de lo que haga el mercado*

> *Lo importante no es lo que hace cada fondo por separado, sino lo que hacen juntos*

> *Las teorías están muy bien, pero lo que de verdad importa es cómo se comporta una cartera cuando el mercado se desploma*

LOS CINCO ELEGIDOS

Tras analizar decenas de fondos, cinco se ganaron su sitio en la cartera. **Man Alpha Select** es la pieza más consistente del puzzle, un fondo con una dispersión mínima que genera retorno casi con independencia de lo que haga el mercado. Es como un reloj suizo en un mundo de relojes de cuco.

Ardtur European Focus aporta la mayor rentabilidad del grupo, con una filosofía concentrada en ideas europeas de alta convicción. Es el más volátil de los cinco, pero esa volatilidad tiene premio, cuando acierta, aporta un diferencial enorme.

Jupiter Merian Global Equity Absolute Return es quizás el fondo más útil del grupo en términos de diversificación, tiende a moverse en dirección opuesta al mercado cuando las cosas se ponen feas.

BlackRock Systematic Asia Pacific añade una dimensión geográfica que los otros no cubren. Su enfoque sistemático en mercados asiáticos proporciona fuentes de retorno que se mueven con su propio ritmo, desconectadas de Europa y Estados Unidos.

Pictet Atlas. Con una volatilidad extraordinariamente baja y un Sharpe notable, actúa como estabilizador del conjunto. Su correlación algo mayor con el mercado se compensa con una consistencia que rara vez falla.

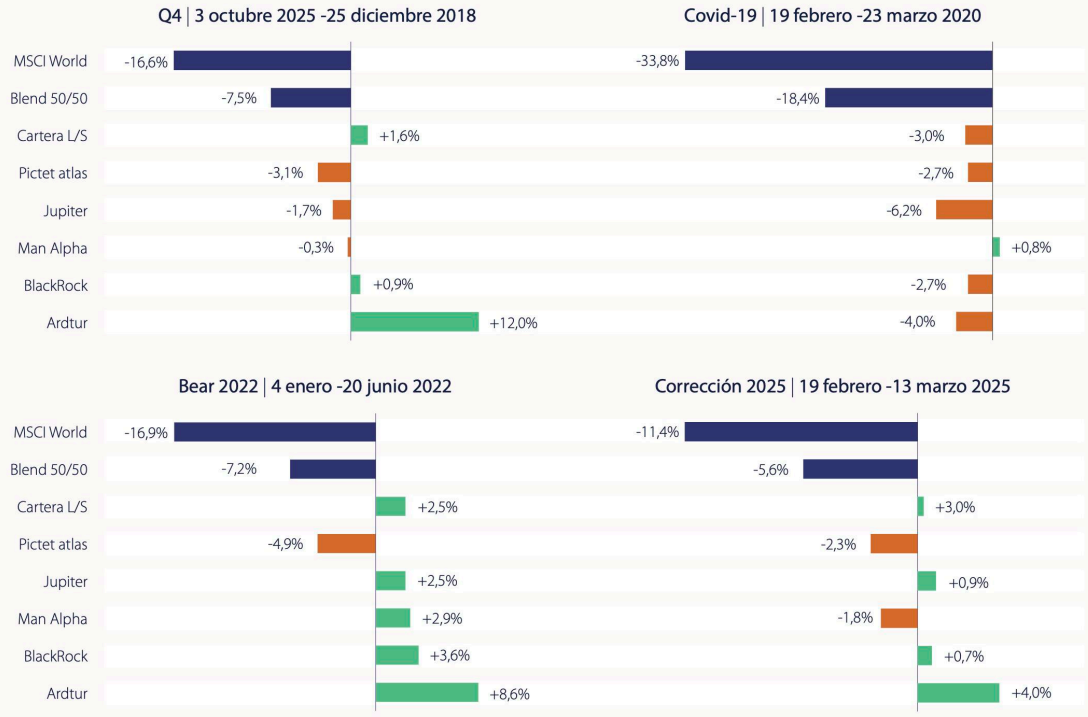
Lo importante no es lo que hace cada fondo por separado, sino lo que hacen juntos. La combinación de estos cinco estilos, geografías y enfoques crea una cartera con una correlación prácticamente nula con la renta variable global. Eso no es casualidad, es el resultado de buscar complementariedad, no similitud. Además el escoger cinco fondos termina diluyendo el riesgo gestor, que es un principio básico de Icaria Patrimonio. No quedarnos con el fondo que da la imagen más bonita en el backtest, si no con el conjunto que nos de el resultado más consistente.

LA PRUEBA DE FUEGO: CUANDO EL MERCADO CAE

Las teorías están muy bien, pero lo que de verdad importa es cómo se comporta una cartera cuando el mercado se desploma. Hemos analizado los cuatro episodios de estrés más relevantes desde 2017. En cada caso, hemos medido la caída desde el punto más alto hasta el punto más bajo del MSCI World (lo que en la industria se llama *drawdown*), porque es la forma más honesta de reflejar lo que realmente sufrió el inversor, la corrección del cuarto trimestre de 2018 (MSCI World -16.6%), el desplome por COVID de febrero-marzo de 2020 (-33.8%), el mercado bajista de enero a junio de 2022 (-16.9%) y la corrección reciente de febrero-marzo de 2025 (-11.4%). Para cada fondo, hemos medido su rentabilidad exactamente en esas mismas fechas.

El siguiente gráfico muestra cómo se comportó cada fondo en cada uno de esos episodios. Lo relevante no es solo que la mayoría de ellos ganó dinero mientras el mercado caía, sino que lo hicieron en momentos distintos y por razones distintas. Esa diversidad de respuesta es precisamente lo que buscamos.

Comportamiento en los momentos de mayor caída del mercado
Rentabilidad de máximos a mínimos del MSCI World en cada episodio

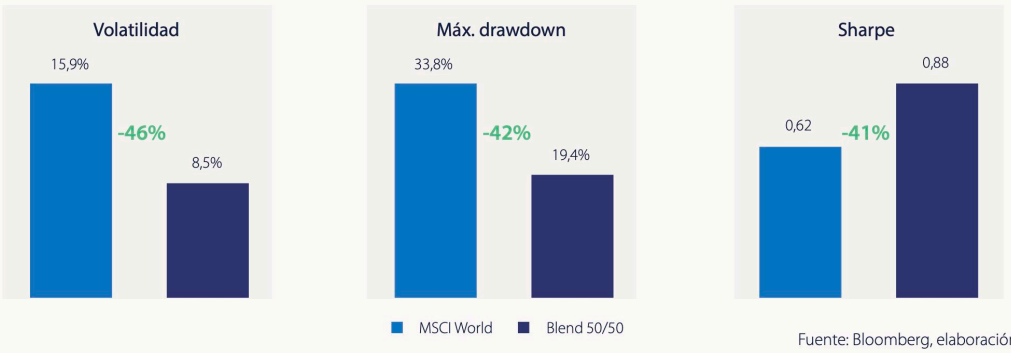


Fuente: Bloomberg, elaboración propia.

De los 39 meses en los que la renta variable global terminó en negativo durante nuestro periodo de análisis (abril 2017 – febrero 2026), la cartera Long-Short cerró en positivo en 35 de ellos. Es difícil encontrar un dato más elocuente que ese.

¿Qué ocurre cuando combinamos estos cinco fondos con una cartera de renta variable global? Hemos construido una cartera modelo con un 50% en el MSCI World y un 50% repartido a partes iguales entre los cinco fondos Long-Short, y los resultados hablan por sí solos.

Impacto de añadir el bloque Long-Short (50/50), reducción de volatilidad y pérdida máxima, mejora del ratio de Sharpe



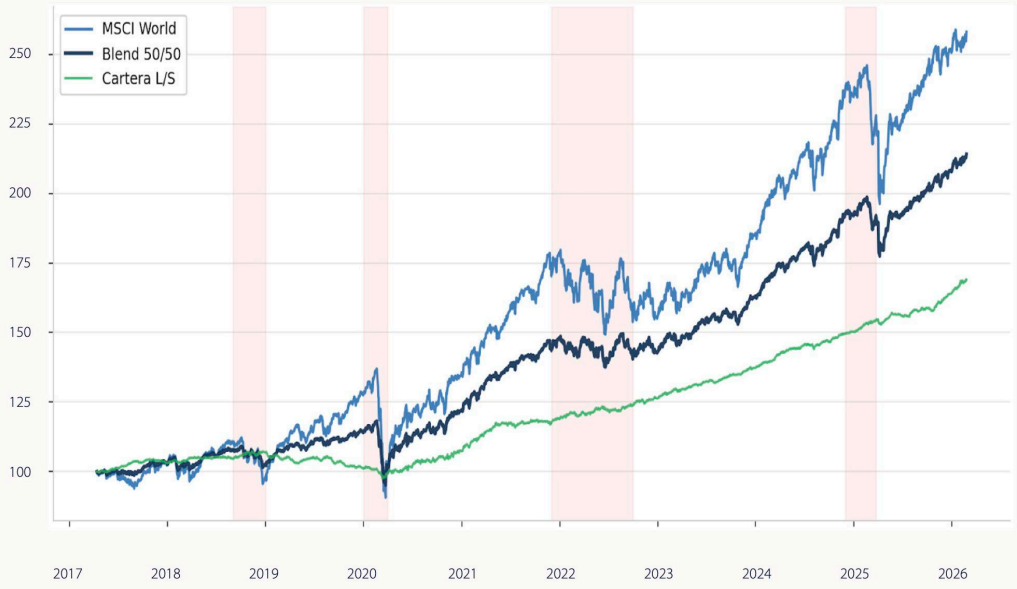
Fuente: Bloomberg, elaboración propia.

La volatilidad se reduce casi a la mitad (de 15.9% a 8.5%). La pérdida máxima pasa del 33.8% al 19.5%, un 42% menos. Y el ratio de Sharpe (la medida más aceptada de eficiencia riesgo-rentabilidad) sube de 0.63 a 0.88, un 41% mejor. En otras palabras, se obtiene una rentabilidad ajustada al riesgo claramente superior, con una experiencia de inversión mucho más llevadera para ti como partícipe.

Pero quizás lo más importante es lo que llamamos el «test de alfa». La pregunta es sencilla, ¿aportan estos fondos algo que no puedas replicar simplemente metiendo la mitad de la cartera en un monetario? La respuesta es un sí rotundo. Hemos comparado nuestra cartera 50/50 con una cartera sintética que tiene exactamente la misma volatilidad pero sustituye los fondos por efectivo. Nuestra cartera genera un alfa de +2.9% anual de forma consistente, lo que significa que estos gestores aportan un valor genuino que no se puede fabricar con liquidez.

Evolución acumulada

Evolución de 100€ invertidos, MSCI World, Blend 50/50 con Long-Short y cartera Long-Short pura. Periodo abril 2017 - febrero 2026



Fuente: Bloomberg, elaboración propia.

El gráfico lo resume visualmente. Las zonas sombreadas en rojo marcan los periodos de crisis. Fíjate en cómo la línea del Blend 50/50 cae significativamente menos en cada episodio de estrés, y cómo la cartera Long-Short pura se mantiene prácticamente inmune a las turbulencias, creciendo a su propio ritmo. De los 39 meses en los que el MSCI World cerró en negativo, el Blend 50/50 cayó menos que el índice en los 39. Sin excepción.

Morgan Housel cuenta una historia que nos gusta mucho, la de un hombre que se hizo rico invirtiendo de forma aburrida durante cincuenta años. No tenía ningún secreto especial; simplemente evitaba las grandes pérdidas y dejaba que el tiempo hiciera el resto. Esa es, en esencia, la filosofía que está detrás de esta selección.

No estamos buscando fuegos artificiales. Estamos buscando fondos que hagan su trabajo silenciosamente, que estén ahí cuando más se les necesita y que, sumados al resto de la cartera, te permitan dormir tranquilo incluso cuando los titulares inviten al pánico. Creemos que estos cinco fondos cumplen con creces esa misión.

El fondo Icaria PATRIMONIO FIL FI (ISIN ES0147415006) es un fondo inscrito en el registro de la CNMV con el número: 131 y con fecha de inscripción: 04/04/2025 en la categoría de Fondos de Inversión Global. Nivel de riesgo es 6/7 (siendo 7 riesgo muy alto). El Fondo está gestionado por Andbank Wealth Management SGIIC, S.A (Grupo Andbank). La entidad depositaria del fondo es Banco Inversis S.A. y la firma auditora del mismo es Capital Auditors and Consultants SL. El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de Icaria Capital Cartera Permanente FI. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral y trimestral, reglamento de gestión y CCAA). Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la página web de la gestora Andbank Wealth Management, SGIIC, S.A.U https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos/ y en la página web de la CNMV: https://www.cnmv.es La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en https://www.andbank.es.

Andbank Wealth Management, S.G.I.I.C., S.A.U. • CIF: A-78567153 • Calle Serrano, 37 - 1ª • Registro Mercantil de Madrid: Tomo 31.045, Folio 5, Sección 8ª, Hoja M-558.774 • Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV: nº 237

Comentario a cierre de febrero

https://www.youtube.com/watch?v=htzvVmqyz38

Febrero ha sido un buen mes. Ahora mismo estamos a finales de marzo, y **hemos vivido un mes de marzo bastante apocalíptico.** Creo que Trump se ha pasado de la raya. Siempre ha sido una persona bastante controvertida, pero creo que este 2026 se ha pasado de frenada. En pocos meses hemos tenido lo de Maduro y la intervención del mercado de petróleo venezolano de forma unilateral. No es una defensa de Maduro, pero es una defensa de que los estados no pueden intervenir de forma unilateral. Tiene que ser algo consensuado, que para eso existen las leyes. Luego tuvimos la amenaza de Groenlandia, que no es cosa menor.

Y lo de la guerra de Irán está siendo catastrófico a nivel humano y económico. Ha sido como si el abusón del colegio se metiera con la persona equivocada, y ésta le respondiera como no se esperaba. Trump se ha metido con el país que no debía. La respuesta ha sido bastante más bestia de lo que él tenía previsto. Eso se ha visto reflejado en un mes de marzo que ha sido catastrófico para la gran mayoría de activos. Básicamente porque los mercados, la economía y los agentes económicos no están preparados para funcionar en base a los impulsos de Trump. Por eso espero que haya un impeachment en el corto o medio plazo, porque ya no es sólo el tema económico, humano, sino que el mundo se está volviendo a un lugar mucho más peligroso de lo que era antes de llegar él.

Eso es lo que más me preocupa a mí, como padre de familia. Hemos visto que el CEO de Palantir, que está directamente relacionado con defensa americana y muy involucrado en todas las labores de guerra, se ha comprado un búnker de 48 millones de euros. Si la gente que tiene información de primera mano está tomando esas medidas, ¿qué mundo nos está dejando el señor Trump? Así que, como primera reflexión, creo que es urgente que alguien le ponga un poco de freno. Se le ve bastante desatado.

Respecto a los fondos, **Icaria Patrimonio ha tenido un buen mes de febrero**, cerrando cerca de los 23 millones de euros. Seguimos creciendo mes a mes. Supongo que llegará un momento en el que se ralentice el crecimiento, pero por ahora está siendo extraordinario. No he gestionado ningún fondo con un volumen de crecimiento tan rápido. **Llevamos pocos meses gestionándolo y estamos en 23 millones.** Es

https://t.me/IcariaPatrimonio

maravilloso. Agradezco enormemente la confianza de la gente, estamos tremendamente contentos.

La rentabilidad mensual ha sido del 0,77% en la clase I, un mes más positivo, ya llevamos ocho meses consecutivos al alza. Yo estoy tranquilo, llevo muchos meses trabajando en la parte defensiva de la cartera, he de decir que **en marzo hemos terminado este proceso de rotación defensivo.** Ahora empezaremos a mirar más en mercados privados. Creo que puede ser un buen momento para empezar a rascar en infraestructuras. Es donde voy a poner ahora mismo el foco.

Y esto como pequeña introducción de dónde estamos ahora mismo. Es lógico que estemos captando tanto patrimonio, porque mucha gente busca un fondo que pueda dar un rendimiento por encima de la inflación, pero que tenga un buen comportamiento cuando todo vaya mal. Al estar todo tan revuelto, con tanta incertidumbre, la gente busca algo de confianza y con garantía en lo que invertir, que lo haga bien en las subidas, pero que también lo haga mejor aún en las caídas.

Con respecto a la situación macro, **si la guerra no se resuelve rápido, estamos en un punto bastante delicado ahora mismo.** Espero que se pongan todos los esfuerzos por resolverlo, por lo humano y por lo económico. Estamos en un punto crítico, en una situación contrarreloj. Es necesario solucionarlo, porque la inflación nos está impactando a todos. Tenemos lo que yo hablaba hace unos meses, que es una economía en forma de K. Esto básicamente significa que se ha evaporado la clase media. No existe, simplemente subsiste.

A día de hoy, los salarios apenas han crecido y el coste de la vida se ha disparado, por lo que quien está manteniendo el consumo es la clase alta. El problema es que la clase alta tiene mucha exposición a mercados financieros y consume cuando estos van bien, pero cuando en los mercados hay una caída del 20-30-40%, alguien que tiene gran parte de su patrimonio ahí, no va a consumir de la misma forma. Y eso impacta bolsa, real estate, en todo. Este es un punto crítico para mí.

Me atrevería a decir que la clase media ya está en recesión. No como clickbait, sino como realidad. Porque a día de hoy, ser capaz de ahorrar con los salarios que hay, es prácticamente imposible. Si a eso le sumas la inflación en los niveles que está, el resultado es una situación, cuanto menos, delicada. Para las clases altas no hay

https://t.me/lacavapatrimonio

problema, ya que han sido tremendamente beneficiados por el ascenso que han tenido los mercados financieros en los últimos años.

Ante esta foto, nosotros siempre pecamos de ser conservadores, para lo bueno y para lo malo. En Icaria Patrimonio hemos estado trabajando desde octubre en la parte defensiva, no es algo que sea reciente. Es imposible predecir cuándo va a llegar una recesión. Por muy negro que se vea el panorama, los mercados pueden seguir subiendo 3, 4, 5 años y con la inflación que estamos sufriendo estos meses más recientes, es imprescindible mantenerse invertido, pero la gestión del riesgo es muy importante.

La gestión del riesgo es algo que se infravalora mucho. Hablamos mucho sobre la diversificación, hablamos mucho sobre los activos descorrelacionados, pero para mí es igual de importante la gestión del riesgo. Es algo que nos tomamos muy en serio.

En lo relativo al oro, se han dado diversas circunstancias. Un entorno de tipos reales positivos perjudica al oro y, como las expectativas de bajadas de tipos de interés se han evaporado en cuestión de dos semanas, ya nadie espera bajadas de tipos en ninguna economía. Eso es a día de hoy, a finales de marzo. Igual dentro de tres semanas, la situación cambia radicalmente. Es el mundo en que vivimos por culpa de Trump. Pero a día de hoy, ya nadie espera bajadas de tipos, se esperan subidas. Entonces, en un escenario de subidas de tipos por encima de la inflación, eso te lleva a tipos reales positivos. Es un escenario que perjudica al oro. Ese es uno de los motivos por el que ha sufrido en marzo.

Otro de los motivos del comportamiento del oro es lo que llevamos diciendo varios meses, que ha entrado mucho inversor minorista al calor de las altas rentabilidades. Por desgracia, entran porque sube, sin entender por qué entran. Eso es un problema crítico. Así que cuando el oro cae, los movimientos se exageran. Igual que cuando sube, sube de más, cuando cae, cae de más. Y el motivo menos obvio y quizás más relevante es ver un dólar fortaleciéndose, y es lo que ha ocurrido este último mes. En marzo, el dólar ha subido bastante, hace que el mundo tenga un menor acceso a la liquidez. El mundo se mueve en dólares, las materias primas se compran en dólares, la inflación se traslada mayoritariamente en dólares y hay un menor acceso al dólar porque está más caro. Eso hace que, ante esa dificultad para obtener dólares, los activos más líquidos como el oro, se vean envueltos en ventas institucionales para conseguir liquidez en dólares. El oro cotiza en dólar, haces una venta de oro y te llevas dólares.

https://t.me/IcariaPatrimonio

También se ha descubierto que el Banco Central turco ha estado envuelto en gran parte de las ventas que ha habido en oro, fruto de la revalorización que había tenido y de su necesidad de dólares. Ese conjunto de circunstancias llevan a una caída importante en el oro. **En momentos de lucha por conseguir liquidez,** en momentos iniciales de tensión, como por ejemplo fue 2007-2008, **el oro sufre.** Luego tiene un comportamiento espectacular, como tuvo en el año 2009, pero en momentos de tensiones en la liquidez, el oro sufre, igual que la mayor parte de los activos. En esos momentos, el refugio debería ser Letras del Tesoro y renta fija muy conservadora. Es algo que comento muchas veces cuando hablo de la Cartera Permanente.

Con respecto a la renta variable, ha sido un mes muy malo. Europa ha caído en torno a un 10%, Estados Unidos en torno a un 6%. Caídas importantes en el mes. Ha habido una rotación muy grande hacia Europa, pero yo diría que soy pesimista de cara a la renta variable europea. ¿Por qué? Porque la situación de deuda europea es bastante crítica, de deuda y de déficit. Ya está el Banco Central Europeo hablando de subidas en tipos de interés. Sí que es cierto que si se consigue cerrar el capítulo de la guerra de Irán, recuperar un poco la confianza y que todas estas expectativas de inflación y subidas de tipos se calmen, puede cambiar el panorama.

Estamos hablando de que Francia se está financiando al 4,1%, ahora mismo, mientras que en el año 2021 se financiaba al 0%. No somos conscientes de las implicaciones de esto. Con una deuda sobre PIB gigantesca, en vez de financiarte al 0%, hacerlo al 4%, es algo crítico. Pensemos a nivel personal, si nuestra hipoteca nos costase un 0% o nos costase un 4%, nos cambia la vida. Esto es lo mismo. Ante el escenario de tipos de interés que tenemos ahora mismo, el Euribor se ha disparado, así que la situación es complicada. Espero que todos pongan de su parte y se solucione el conflicto de Irán lo antes posible.

Ahora mismo las perspectivas no son buenas, pero siempre existe la salida del TACO trade, que las cosas lleguen a buen puerto, todo se relaje y la narrativa cambie. Porque igual que Trump hace que podamos estar hoy en una situación crítica en tipos de interés, dentro de tres semanas podemos estar en el punto opuesto. Ese es el mundo que nos deja.

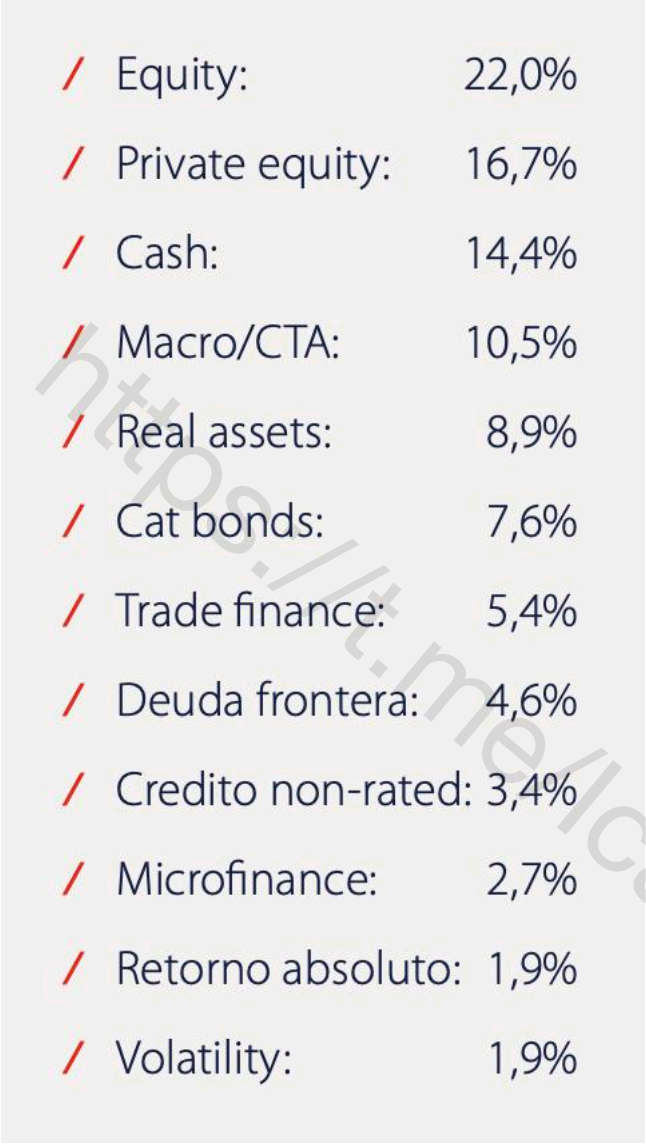
https://t.me/lacariapatrimonio

En cuanto al comportamiento de Icaria Patrimonio, lo mejor del mes han sido las categorías de macro y CTA (futuros gestionados), han sido Brevan Howard, Transtrend, Campbell y demás, que ha hecho un +3% aproximadamente en euros. Luego, renta variable ha hecho +2,28%. Ha sido un buen mes, aunque las small caps americanas lo han hecho muy mal. Todo lo demás, ha ido bien. Deuda frontera lo he hecho muy bien en el mes de febrero, se ha marcado un +2% mensual, es una animalada en un fondo de renta fija. Es cierto que marzo no ha sido tan positivo, ha caído un 1 y pico, pero va muy bien en lo que va de año. Nuestra exposición a crédito ha hecho un +0,53% positivo, real assets un +0,46%, trade finance un +0,35%, cat bonds un +0,32%, microfinance y private equity también positivos en un +0,20%.

Ha sido un buen mes, **todos los activos se han comportado de forma positiva, sin excepción.** Aprovecho para anunciar que a partir de este mes vamos a tener una mayor transparencia a la hora de reportar las categorías. Vamos a desglosarlas en todas sus categorías, para que la gente entienda mejor cómo invertimos. Es decir, va a estar más definido el asset allocation del fondo. En concreto, **las categorías serán Macro/CTA, Renta Variable, Deuda Frontera, Crédito Non-rated, Activos Reales, Trade Finance, Cat Bonds, Microfinance y Private Equity.**

Así es como lo vamos a categorizar, para dar una imagen mucho más real de la cartera. A partir de marzo se va a incorporar alguna categoría más. **Vamos a tener Retorno Absoluto y Volatilidad,** que ya sabéis que hemos hablado hace unos meses de ello, a través del fondo Assenagon, entre otros. Son nuevas mejoras a la visibilidad para el partícipe, para que tenga una visión más completa de la situación.

https://t.me/IcariaPatrimonio



En cuanto a los pesos actuales de la cartera, **ahora mismo tenemos un 22% en Renta Variable, un 16,7% en Private Equity, un 14,4% en pagarés y proxys del cash, que no es cash. Un 10,5% en Macro/CTA, un 8,9% en Activos Reales, un 7,6% en Cat Bonds, un 5,4% en Trade Finance, un 4,6% en Deuda Frontera, un 3,4% en Crédito Non-rated, un 2,7% en Microfinance, un 1,9% en Retorno Absoluto y un 1,9% en Volatilidad.**

En marzo ha cambiado algo y tenemos más peso en Volatilidad y Retorno Absoluto. Febrero fue la parte final de la transición a nuestra posición neutral-defensiva y marzo ya fue la culminación de mantenernos neutral-defensivo.

En cuanto a incorporaciones que planteamos añadir a cartera en marzo, tenemos los fondos Long-Short. En la carta mensual de febrero, desengranamos el proceso que hicimos a la hora de estudiar qué fondos incorporábamos. **Cogimos los 57 mejores fondos long short, y establecimos un sistema de puntuación de 5 dimensiones**, por ejemplo la capacidad de proteger en momentos de crisis, cuánto captura de las subidas de renta variable, cuánto mejoran las métricas de la cartera, cuánto se reducen las pérdidas máximas de la cartera, y cuál es la descorrelación real respecto a ellos entre sí y respecto al MSCI World.

Y, así, formamos un conjunto lo más sólido posible. De hecho en marzo, que ha sido un mes complicado, los fondos long short lo han hecho bien, quedando planos o

https://t.me/CarlaPatrimonio

ligeramente positivos. En marzo, lo que ha sido terrible para todo el mundo es la renta variable, ahí no hay margen de maniobra. Y veremos el resto de activos. **Marzo ha sido un mes que por la parte de renta variable va a ser más complicado que el resto.** Al final, en esto consiste tener carteras diversificadas. En vez de tener el comportamiento de la renta variable pura, tienes un comportamiento razonablemente mejor en las caídas. Eso es lo que buscamos.

Invito a la gente a leer la carta mensual, porque desgranamos el proceso que seguimos a la hora de cómo llegar a esa conclusión de elección de fondos. Es un proceso que nos lleva semanas de trabajo, así que poderlo resumir en tres páginas es maravilloso. Pero fue un proceso bastante largo (reunirse con las gestoras, conseguir todo el material, hacer el análisis cualitativo de cada uno de los fondos y de los equipos gestores, para por último hacer el análisis cuantitativo).

Al final, lo importante es conjugar bien todos los ingredientes, no sólo uno. Todo esto son las novedades con respecto a Icaria Patrimonio. Muchas gracias a todos por la confianza. Nos leemos dentro de un mes.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Comentario a 21 de abril de 2026

https://www.youtube.com/watch?v=oxKl1lidyzc

Los mercados tuvieron un marzo muy negativo, donde Europa cayó un 10% y el MSCI World un 5%. Y están teniendo un abril muy positivo.

Parte de ese abril tan positivo viene del posicionamiento de los CTAs, los fondos que siguen tendencias, que han sido compradores netos muy fuertes en el mes de abril, así como los flujos de los inversores retail, que han empujado las bolsas. El S&P 500 lleva tres semanas consecutivas subiendo con fuerza y se encuentra, a 21 de abril en que estamos hoy, entre los periodos de tres semanas más top de los últimos 50 años. Estamos en un rebote muy fuerte. Es muy difícil que la bolsa caiga, porque a poco que cae entra mucho dinero para que recupere rápido, es lo que está sucediendo, tenemos una caída en un mes de un 5-10% y el mes siguiente ya prácticamente ha recuperado o recuperado del todo.

En marzo veíamos mucho pánico en los clientes y ahora en abril vemos mucha euforia, como siempre. Es cierto que, **en Icaria Patrimonio e Icaria Renta, todos los meses han sido buenos**, incluido marzo, que fue muy bueno en cuanto a entradas. Eso está siendo excepcional. Pero Cartera Permanente, que se asemeja más a un termómetro de cómo están los inversores, el mes de marzo fue un mes regular, después de dos años impresionantes, en los que prácticamente han entrado 100 millones de euros, que es una absoluta barbaridad. Y abril está volviendo a ser un muy buen mes. Los inversores reembolsan cuando todo cae, y compran cuando todo sube. Eso parece que nunca va a cambiar.

Soy bastante pesimista de cara a los próximos 10 años, pero no sólo yo, también Warren Buffett, Druckenmiller, Ray Dalio o Howard Marks. La realidad es que **las bolsas, sobre todo la americana, cotizan a múltiplos exigentes.** Es decir, están más caras de lo normal con respecto a su media histórica. Y cuando compras algo que está más caro de lo normal, lo habitual es que tengas retornos por debajo de la media. Eso es lo que nos dice la realidad, el sentido común, la estadística. De cara a los próximos 10 años, si compras algo caro, probablemente tus retornos no sean igual de buenos. Se está viendo mucho un año como este en las compañías de calidad, en las compañías quality. Están

https://t.me/IcariaPatrimonio

sufriendo bastante. Fondos de primer nivel como *Seilern World Growth*, que es una de las mejores gestoras del mundo, van -10% YTD en euros. Las compañías de calidad no están atravesando su mejor momento. Venían de múltiplos muy altos y como todo tiene un precio, están teniendo una corrección que las están dejando a múltiplos bastante razonables, incluso atractivos.

Yo creo que esto **es algo que se trasladará también a los grandes índices**. Todo tiene un precio y no puede cotizar a un precio por encima de lo normal a perpetuidad, así que siempre terminan llegando las correcciones, que dejan todo en su sitio. A veces tarda más, a veces tarda menos, pero siempre terminan llegando, que es en lo que consiste el value investing, básicamente. Y es por eso, por lo que soy pesimista de cara a los grandes índices tipo S&P 500 o MSCI World. Soy más optimista de cara a las Small Caps o a determinados mercados como los emergentes, que no lo han hecho bien los últimos 20 años. Hay determinados segmentos del mercado donde hay más valor que en otros.

¿Cómo se está preparando Icaria Patrimonio para este escenario o para cualquier otro que se pueda ver?

Siempre he pecado de conservador. De hecho, mi libro se llama El Inversor Conservador. **Desde octubre, Icaria Patrimonio pasó de modo neutral a modo neutral-defensivo**. Esto quiere decir que si los mercados se disparan, subirá menos que la bolsa, pero lo hará bien, estaremos contentos. Si los mercados están laterales, Icaria Patrimonio, lo hará muy bien en relativo, mejor que las bolsas, está mejor preparado para mercados laterales. Y en un mercado bajista, con fuerza, tipo 2008, caerá mucho menos que la bolsa. Y esto es gestión de riesgos, lo que nosotros intentamos hacer siempre.

Ahora estoy más centrado en la parte dinámica del FIL, porque la cartera ya tiene un perfil con el que me siento muy cómodo, pase lo que pase. Tengo la suficiente convicción en la cartera actual para poder trabajar más la parte dinámica. Estoy mirando bastante en mercados privados, fondos de KKR, y también me gusta ir a gestoras boutique, que suelen ser muy interesantes.

https://t.me/IcariaPatrimonio

¿Qué tipo de fondos estás valorando/ para la parte de crecimiento de Icaria Patrimonio? ¿Alguno de renta variable emergente?

Sí, tenemos renta variable emergente. Del 22% que tenemos de renta variable, un 3,5% es emergentes. Es una exposición importante, y no descarto incrementarla hasta el 5%. La renta variable emergente está en un buen punto ahora mismo, y sobre todo es una buena cobertura indirecta a caídas del dólar. Las caídas del dólar benefician mucho a la renta variable y renta fija emergente, y es el motivo por el que nosotros tenemos renta fija de mercados frontera, que va un poquito más allá de la renta fija emergente. Llevamos en lo que va de año un +4%, y estamos hablando de renta fija. Es el fondo de renta fija que mejor lo ha hecho, con mucha diferencia, porque el dólar lleva tiempo sin hacerlo bien, y eso beneficia mucho a la renta fija de mercados frontera y a la renta fija de mercados emergentes.

En lo que respecta a la estructura del FIL, **desde octubre hasta febrero hemos trabajado mucho en la liquidez de Icaria Patrimonio**, y a día de hoy es un fondo tremendamente líquido. **Podríamos poner incluso reembolsos mensuales.** La normativa de la CNMV en un fondo de *Evergreen* te dice que tienes que tener un 20% en activos líquidos, y nosotros **tenemos una cartera con un 70% de activos liquidables en un mes.** No tendremos reembolsos mensuales porque el proyecto de Icaria Patrimonio es un proyecto patrimonialista y no quiero que entre gente con expectativa de irse pronto.

Con respecto a la caída de marzo en Icaria Patrimonio, estimo que ahora mismo, a fecha 21 de abril, ya estamos de nuevo en máximos históricos, habiendo superado la caída de marzo. Pero es pronto para asegurarlo. En marzo, habremos tenido una caída sustancialmente menor que la del MSCI World, que cayó un 4%. Sí que nos ha perjudicado el fondo de Brevan Howard. Este fondo es el mejor que tenemos en cartera, pero para un hedge fund que es macro discrecional, es decir, invertir en base a la macro con criterio humano, lo que sucedió en marzo fue absolutamente imposible de predecir. Tú no puedes predecir que de repente Trump se levante un día con el pie torcido y te monte una guerra de la noche a la mañana. Y eso, a Brevan Howard, les cogió como un posicionamiento que les perjudicó. Así que eso nos va a lastrar bastante en marzo. De no

https://t.me/IcariaPatrimonio

haber sido por Brevan Howard, estaríamos en una rentabilidad sobresaliente en relativo con el MSCI World.

Al final, esto no se trata de un mes aislado, sino de la consistencia a largo plazo. Y entra dentro de lo esperable. Creo que estaremos contentos con el resultado de marzo, espero no equivocarme, pero creo que sí.

¿Planteas ampliar el patrimonio gestionado en Icaria Patrimonio más allá de los 100 millones, y no cerrar el fondo cuando llegue a esa cifra? También para aprovechar y acceder a más fondos top.

Mi forma de pensar nunca irá a captar más patrimonio. Si fuese así, tendría reembolsos mensuales. El enfoque de Icaria Patrimonio no se trata de captar por captar, sino de hacer el mejor proyecto posible para todos los partícipes que estamos dentro, yo el primero. Teniendo eso en mente, si viviésemos en un mundo ideal, donde los partícipes se comportasen siempre como se están comportando estos meses, tranquilos, sin hacer ningún reembolso por ahora y entendiendo muy bien el proyecto, el fondo podría tener más de 100 millones sin problema. Pero si tenemos gente entrando y saliendo, como sucede en Cartera Permanente, prefiero cerrarlo a partir de un patrimonio límite. Prefiero cerrarlo, conocer bien a los partícipes y tener una base estable. Porque si superas los 100 millones y tienes 1.000 partícipes, es todo mucho más nervioso en los flujos de capital, y eso dificulta la gestión, la perjudica. Si empiezas a tener reembolsos en marzo y de repente tienes que vender una parte, eso perjudica al partícipe. Para mí, en todos los fondos que gestiono, el principio que rige es no perjudicar nunca al partícipe.

Si hay inflación y recesión derivada del conflicto, ¿no serían los fondos de renta variable emergente los que más sufrirían?

No es el escenario estándar que valoro. No tengo ni idea de lo que va a suceder con la guerra. El escenario que valoro es que los activos de riesgo cotizan a precios muy exigentes y eso, con el libro en la mano, hace cuanto menos intentar ser cauto. Entonces, ahora mismo el posicionamiento de Icaria Patrimonio ya es cauto, incluso más conservador que el de Cartera Permanente, ahora mismo.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Lo importante es que el perfil de riesgo del fondo sea el apropiado para el entorno actual, que para mí lo es. Y si la situación de subidas en las bolsas y mercados financieros se prolonga, también lo hagas bien. Eso es lo que buscamos. Para hacerlo bien, aunque las bolsas sigan subiendo durante muchos años, tienes que tener exposición a activos de riesgo. Y dentro de los segmentos de riesgo, el que tiene actualmente un mayor binomio rentabilidad-riesgo es renta variable emergente. Y el que tiene peor binomio rentabilidad-riesgo, para mí, es el S&P 500. Tenemos más renta variable emergente, small cap europeas y americanas, pero muy poco de grandes compañías.

También, siendo honesto, si hay un sell-off y todo empieza a caer a plomo, las pequeñas compañías suelen caer más que las grandes, pero hay ciertas recesiones, como la del año 2000, donde los índices cayeron más de un 50% y el segmento más value de pequeñas compañías, subió. Todo el mundo se reía de Warren Buffett, de que se le había olvidado gestionar, y cuando vino el año 2000, los índices cayeron un 50% y Berkshire Hathaway subió. Veía una entrevista de Druckenmiller, que para mí actualmente es el mejor inversor del planeta, y decía que para él, sin ninguna duda, la parte más complicada de la inversión era la parte emocional. Que lo había pasado muy mal en determinados momentos. Y si lo dice Druckenmiller, imagínate un inversor que tenga una cartera que no esté adecuada al riesgo que está dispuesto a soportar.

Sobre Icaria Renta y el mes de marzo, ¿tienes alguna previsión?

Icaria Renta va a salir bien parada. Igual que decía que Icaria Patrimonio probablemente sea un notable, Icaria Renta probablemente sea un sobresaliente, porque no tuvo el impacto de Brevan Howard, que es el fondo que más pesa en Icaria Patrimonio. Icaria Renta, al ser un fondo de deuda con un perfil muy defensivo, las desviaciones respecto a lo que esperas son muy pequeñas. Por comparar, un fondo de renta fija a corto plazo en euros te cayó de media un 1,5% en marzo. Icaria Renta estará en torno a un tercio de esa caída, que es una barbaridad, porque estamos hablando de un fondo de renta fija a corto plazo.

https://t.me/IcariaPatrimonio

¿Algún cambio significativo en los porcentajes en cuanto a cada categoría que tiene cada fondo?

En Icaria Patrimonio hemos ido haciendo ajustes paulatinos desde octubre a febrero, que han hecho que la cartera tenga un sesgo bastante más defensivo. Todos los cambios los hemos ido comentando mes a mes. Son cambios por prudencia.

Por ejemplo, **redujimos prácticamente a cero Valvest Steady Income Fund**, que es uno de los mejores fondos que tenemos en cartera. Sigue rentando de forma excepcional, creo que **lleva 188 meses positivos**, pero el entorno macro me invita a ser prudente en un activo como el de Valvest, que es real estate comercial en Estados Unidos. Es deuda de real estate comercial, pero me invita a ser prudente y no me muevo por los resultados, me muevo por lo que creo que puede suceder. En Icaria Patrimonio hemos hecho esos ajustes a una cartera más defensiva.

Y en Icaria Renta, muy parecido. Inicialmente, nuestro objetivo iba a ser Euribor + 2,5% después de comisiones, que es tremendamente ambicioso, porque ahora mismo un fondo de renta fija a corto plazo te está dando Euribor +1%. Y estamos hablando de que esa tipología de activo cayó el triple que Icaria Renta en marzo. Ahora mismo estamos en un objetivo de Euribor +2,25%, porque el perfil es algo más defensivo de lo esperado inicialmente, por el entorno en el que estamos. Siempre prefiero pecar de conservador más que de agresivo. Dicho esto, son ajustes que ya están 100% hechos, por eso estoy tan tranquilo, la verdad.

¿Algún fondo que tengas en el punto de mira?

Ahora mismo, bastantes más de 100 fondos. Tengo un dashboard con una pestaña sólo para los fondos pendientes. Estoy analizando infraestructuras, también algún que otro fondo de deuda vinculado a Working Capital y estoy analizando algún fondo de renta variable. Descarto algunos fondos porque el perfil de liquidez no me encaja, porque las respuestas que me dan no me convencen o por las comisiones que tampoco me encajan. Descarto muchos. Para que un fondo encaje en Icaria Patrimonio, las comisiones tienen que ser buenas, dentro de su categoría. No se puede comparar un fondo de Private Equity en el que el gestor se mete en la directiva para reactivar la

https://t.me/IcariaPatrimonio

compañía, con un fondo de bolsa tradicional, porque no tiene nada que ver. En un fondo de bolsa, estás en tu casa, compras Nvidia y sigues en tu casa. Un fondo de Private Equity tiene un rol activista, entras dentro de la directiva y desde dentro, en el día a día, implantas cambios. Las comisiones las mido siempre de igual a igual, en cada categoría. Además, tiene que encajar el *governance*, que no vea que te puedan hacer ninguna jugada sucia, que eso puede suceder en todas las categorías. Tiene que encajar que el *track record* sea de los mejores a nivel mundial. Tienen que encajar muchísimas cosas. También que entienda al 100% el activo, que algunos de los fondos son complejos y lleva más tiempo. Pero sí, descarto todas las semanas fondos de primer nivel.

Ahora mismo tampoco me quiero precipitar, porque la parte más defensiva ya está hecha. Los cambios en la parte dinámica no son urgentes. Son algo para ir estudiando, reuniéndose, avanzando y, cuando tenga todas las piezas en la cabeza, tomar decisiones. Espero analizar todos los fondos para ver cómo se comportarían todos integrados en lo que ya tenemos, y sobre eso, tomar decisiones. Las decisiones son más lentas, por eso la parte defensiva me llevó tantos meses. **Si vienen caídas importantes en renta variable, tengo muy claro en qué fondos de renta variable aumentar**, eso es muy fácil. Pero ahora que estamos en un punto más neutro, los cambios en cartera me los tomo con más filosofía, estudio y calma.

¿Qué opinas de tener liquidez parada para lo que pueda surgir estos meses en bolsa?

Ahora mismo, tenemos muy poca liquidez en Icaria Renta e Icaria Patrimonio, porque tenemos muchos fondos líquidos, que son muy defensivos y que ante una hecatombe, esa sería nuestra liquidez. Con el nivel de inflación actual, tener liquidez parada no lo veo, porque es un problema. Puedes tener un 10% como máximo, pero no más. Ahora mismo, Icaria Patrimonio e Icaria Renta están en mínimos de liquidez, desde su inicio.

https://t.me/IcariaPatrimonio

¿Qué rentabilidad esperas de Icaria Patrimonio en cada uno de los escenarios?

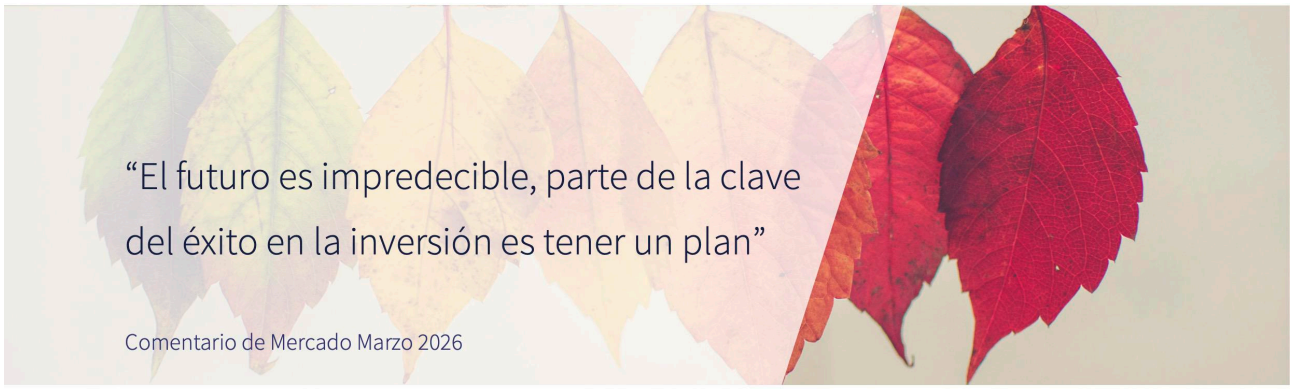
Muy buena pregunta. Icaria Patrimonio tiene tres modos; neutral-defensivo, neutral y neutral-ofensivo. En neutral-ofensivo, espero rentabilidades por encima del 10%. En neutral, rentabilidades del 8-9%. En neutral-defensivo, rentabilidad del 7%. Son los baremos que trabajo en mi cabeza, en base a la composición de la cartera.

Si no hay ninguna pregunta más, lo dejamos aquí. Muchas gracias a todos.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio, FIL

Carta mensual - marzo 2026



“El futuro es impredecible, parte de la clave del éxito en la inversión es tener un plan”

Comentario de Mercado Marzo 2026

Aviso legal

El presente documento tiene carácter exclusivamente informativo y está dirigido únicamente a los partícipes actuales de Icaria Patrimonio FIL. No constituye una oferta, solicitud, recomendación de inversión ni asesoramiento financiero, ni debe considerarse una comunicación comercial en los términos previstos en la normativa aplicable.

Las opiniones, valoraciones y análisis contenidos en este documento reflejan el criterio del gestor en la fecha de elaboración, se emiten con finalidad explicativa del proceso de inversión y pueden cambiar en el futuro en función de la evolución de los mercados y de la información disponible.

La información relativa a datos históricos, objetivos o características de fondos de terceros procede de fuentes que se consideran fiables, pero no se garantiza su exactitud ni su vigencia, ni que dichos comportamientos se repitan en el futuro.

Las comparaciones con la cartera 60/40 u otras carteras de referencia que aparecen en este documento son ilustrativas, no homogéneas, y su lectura depende del perfil del inversor y del momento del ciclo.

Las referencias a instrumentos financieros, fondos, estrategias, gestoras o activos concretos contenidas en esta sección y en el resto del documento se realizan a título meramente ilustrativo, en el contexto de la descripción de la cartera y del proceso de inversión, y no deben interpretarse en ningún caso como recomendaciones de compra, venta o mantenimiento.

Las rentabilidades pasadas, los datos históricos y los ejemplos de comportamiento en distintos entornos de mercado no constituyen un indicador fiable de resultados futuros.

Ciertas expresiones de carácter prospectivo reflejan expectativas razonables del gestor en el momento actual, pero están sujetas a riesgos, incertidumbres y factores externos que pueden provocar resultados distintos a los esperados.

Las referencias a fondos, gestoras, estrategias o instrumentos financieros concretos en esta sección se realizan a título meramente ilustrativo, en el contexto de la descripción de la cartera y del proceso de inversión, y no deben interpretarse como recomendaciones de compra, venta o mantenimiento.

> *La rentabilidad del mes ha sido de-2,27%. El patrimonio bajo gestión a cierre de marzo se sitúa cerca de los 24 millones de euros*

Icaria Patrimonio es un fondo que invierte en mercados cotizados y mercados privados bajo el modelo Endowment. Es importante señalar que Icaria Patrimonio no tiene una limitación por parte de la gestora, ni por parte del vehículo para invertir en mercados de renta variable, renta fija, high yield, privados, hedge funds, o cualquier otra categoría de activo. El FIL puede invertir en la categoría de activo que considere más apropiada en cada momento. Este hecho es importante, ya que cuando estás anclado a un perfil de activo, tu conflicto de interés es importante e intentarás argumentar que esa categoría de activo es la mejor en detrimento del resto. Tenemos la gran suerte de tener flexibilidad, primero porque Andbank cree en la gestión de autor, y segundo porque un FIL (Fondo de Inversión Libre) es un perfil de vehículo flexible. En definitiva, Icaria Patrimonio FIL tiene una composición construida sin un sesgo estructural hacia ninguna categoría de activo, y los conflictos de interés se gestionan conforme a la política interna de la gestora. La cartera busca un equilibrio entre el mundo cotizado, con su volatilidad y liquidez, y el mundo privado, con su prima de rentabilidad, menor volatilidad y mayor iliquidez.

Cerramos marzo de 2026 en Icaria Patrimonio FIL. La rentabilidad del mes ha sido de -2,27%. El patrimonio bajo gestión a cierre de marzo se sitúa cerca de los 24 millones de euros, una cifra que sigue creciendo gracias a la confianza renovada de los partícipes mes tras mes y a la incorporación de nuevos.

> *En los mercados, marzo ha sido el peor mes para una cartera tradicional 60-40 desde septiembre de 2022. Las acciones globales han caído entre un 5% y 8%, los bonos algo más de un 2%, y el oro llego a perder un 21% desde máximos*

Marzo ha sido un mes que merece ser leído con atención porque ha condensado, en treinta días, casi todos los frentes de incertidumbre que llevamos meses comentando. Una guerra entre Estados Unidos, Israel e Irán que ha escalado con rapidez, un Brent que ha pasado por encima de los cien dólares y ha llegado a tocar los ciento diecinueve, un Estrecho de Ormuz controlado de facto por Irán, un Pentágono que ha desplegado más de diez mil soldados a Oriente Medio mientras la Casa Blanca alterna entre llamadas a la negociación y avisos de escalada militar, y un daño estructural en el complejo de Ras Laffan en Qatar que QatarEnergy estima en cinco años de reparaciones. Y eso solo en el frente geopolítico.

En los mercados, la fotografía es igual de elocuente. Marzo ha sido el peor mes para una cartera tradicional 60-40 desde septiembre de 2022. Las acciones globales han caído entre un 5% y 8% (depende del área geográfica), los bonos algo más de un 2%, y el oro, que llegó a perder un 21% desde máximos, ha cerrado el mes con una caída del 10% en euros.

¿Por qué cuento todo esto en una carta mensual? Porque cuando un mes es así, la tentación natural del partícipe es buscar señales en las rentabilidades de corto plazo, y la lectura honesta es la siguiente. En un entorno donde la cartera tradicional 60-40 se ha llevado un golpe importante, donde el oro ha caído un 10% en treinta días, donde los bonos europeos han sufrido y donde no ha habido refugio reconocible, Icaria Patrimonio sigue funcionando con la consistencia para la que fue diseñado. La diversificación real, no la versión nominal de manual, es exactamente lo que separa una cartera bien construida de una cartera que sufre cuando los mercados convencionales se mueven al unísono. Cuando todo cae a la vez, el verdadero valor de tener Cat Bonds, microfinanzas, trade finance, working capital, bonos frontera en divisa local y hedge funds genuinamente descorrelacionados se hace visible.

> *Tras muchos meses centrando los esfuerzos en construir la parte defensiva de Icaria Patrimonio, puedo deciros con tranquilidad que el trabajo está hecho*

EL TRABAJO DEFENSIVO ESTÁ HECHO

Tras muchos meses centrando los esfuerzos en construir la parte defensiva de Icaria Patrimonio, puedo deciros con tranquilidad que el trabajo está hecho. Y siendo honesto, me siento muy satisfecho con la composición actual. La transición a neutral-defensivo de la que vengo hablando desde el último trimestre del año pasado se ha completado en los términos previstos. Hoy tenemos en cartera los mejores fondos long-short del mundo, Cat Bonds de la mano de Fermat (la mejor casa del mundo en la categoría), bonos frontera en divisa local con Global Evolution, Allianz ALWOCA en working capital, Horizon en trade finance, BlueOrchard en microfinanzas y más categorías de la mano de las mejores gestoras. Cada una de estas piezas cumple una función específica y, lo más importante, todas ellas presentan una correlación muy baja entre sí y respecto a la renta variable cotizada.

> *Analizamos con detalle hedge funds, fondos de infraestructura, de deuda y de private equity de primer nivel. Es la parte de la cartera que aporta crecimiento, prima de rentabilidad y exposición a temáticas estructurales de largo plazo*

Construir esta parte de la cartera me ha llevado meses de análisis, decenas de reuniones con equipos gestores, due diligences exhaustivas y conversaciones difíciles donde, en algunos casos, decidimos no avanzar a pesar de track records atractivos (DKAM en noviembre fue uno de los ejemplos que conté). El resultado es una columna defensiva sólida, diversificada y, sobre todo, capaz de generar retorno consistente con baja volatilidad sea cual sea el comportamiento de los mercados cotizados.

Con la columna defensiva ya consolidada, mi atención se ha desplazado en estas últimas semanas a lo que llamamos la parte más dinámica de la cartera. Estamos analizando con detalle hedge funds, fondos de infraestructura, fondos de deuda y fondos de private equity de primer nivel. Es la parte de la cartera que aporta crecimiento, prima de rentabilidad y exposición a temáticas estructurales de largo plazo, y por tanto requiere el mismo (o mayor) rigor que la defensiva.

> *Brevan Howard es hoy una de las mejores plataformas macro discrecionales del mundo*

> *Brevan Howard ha pasado de ser «el fondo de Alan Howard» a ser una plataforma multi-manager con una dispersión de talento que es, hoy, su mayor fortaleza*

> *Es una de las pocas plataformas del mundo que puede enseñar tres episodios de crisis severa con rentabilidades positivas de doble dígito alto*

BREVAN HOWARD, UNA MIRADA EN PROFUNDIDAD

Quiero dedicar varias páginas a Brevan Howard. No porque sea una idea nueva en cartera (lleva con nosotros desde hace tiempo) sino porque considero que el partícipe debe entender, con todo el detalle que merece, por qué este fondo ocupa el lugar que ocupa en Icaria Patrimonio. Brevan Howard es hoy una de las mejores plataformas macro discrecionales del mundo, y todo lo que la firma ha hecho en los últimos meses apunta en una sola dirección, reforzar el fondo en el que estamos invertidos con sus mejores piezas.

Brevan Howard se fundó en 2002 por Alan Howard junto a un grupo reducido de socios, todos ellos procedentes de la mesa de macro de Credit Suisse. Hoy la firma tiene más de mil empleados, más de 150 portfolio managers y traders, y oficinas o hubs en Londres, Nueva York, Ginebra, Jersey, Hong Kong, Abu Dhabi, Singapur, Bengaluru y Austin. La arquitectura de riesgo es genuinamente institucional, cada gestor tiene un mandato específico de riesgo, un risk manager asignado, stress tests permanentes y análisis de escenarios. La firma combina estrategias direccionales, valor relativo, derivados, opciones y gestión activa de drawdowns. Esa escala es importante por dos motivos. Primero, porque demuestra que estamos hablando de una infraestructura institucional difícil de replicar, con capacidad de atraer y retener talento senior y con sistemas de control que muy pocas casas del mundo pueden mantener. Y segundo, porque significa que Brevan Howard ha pasado de ser «el fondo de Alan Howard» a ser una plataforma multi-manager con una dispersión de talento que es, hoy, su mayor fortaleza.

La historia larga del Master Fund (clase BHFL A en dólares) es extraordinariamente buena. Desde 2003 hasta noviembre de 2025 acumula una rentabilidad de +482%, un retorno anualizado del 8% con una volatilidad del 6,3% y un ratio de Sharpe por encima de 1. Eso es una eficiencia rentabilidad-riesgo difícil de igualar entre los fondos macro discrecionales del mundo. Y lo verdaderamente diferencial son los años de estrés. En 2008, año de la peor crisis financiera desde la Gran Depresión, el Master Fund subió más del 20% mientras el hedge fund medio caía cerca de un 19%. En 2020, año del shock COVID y de los movimientos extremos en tipos, ganó un 27%. En 2022, el peor año conjunto para acciones y bonos en cuatro décadas, ganó un 20%. Es una de las pocas plataformas del mundo que puede enseñar tres episodios de crisis severa con rentabilidades positivas de doble dígito alto. Esa convexidad defensiva es exactamente la razón por la que está en Icaria Patrimonio.

Como cualquier gran fondo macro discrecional con más de dos décadas de historia, Brevan ha tenido años más brillantes y años más discretos. Entre 2023 y 2025, el Master Fund ha tenido un periodo de rentabilidades más contenidas, con cifras absolutas positivas pero por debajo de su media histórica. Lejos de ignorar ese diagnóstico, la firma lo ha interpretado correctamente y ha tomado en estos últimos meses una serie de decisiones de calado que apuntan a reforzar la generación de alpha del fondo. Esas decisiones son, precisamente, lo que me hace estar especialmente optimista de cara al futuro.

La primera y más importante, en enero de 2026, según informó Bloomberg, Fash Golchin fue promovido a lead portfolio manager del Master Fund y se le asignó la mayor proporción de capital del pool de aproximadamente 11.400 millones de dólares del fondo. Como gesto de compromiso adicional, su fondo propio (FG Fund) ha dejado de aceptar capital externo para que pueda concentrar la totalidad de sus esfuerzos en el Master. Cuando una de las mejores casas macro del mundo decide concentrar capital y atención en su PM más fiable, la lectura para el partícipe es clara, la firma está poniendo sus mejores recursos al servicio del fondo en el que estamos invertidos.

> *Los cinco PMs más relevantes del Master Fund hoy son Minal Bathwal, Rishi Shah, Ville Helske, Fash Golchin y Trifon Natsis*

La segunda decisión es la consolidación de un equipo de PMs senior con track records que están en la mejor liga del mundo. Los cinco PMs más relevantes del Master Fund hoy son Minal Bathwal, Rishi Shah, Ville Helske, Fash Golchin y Trifon Natsis. Vale la pena conocerlos uno por uno porque son la columna vertebral del fondo en el que estamos invertidos.

Minal Bathwal lleva en la firma desde junio de 2007 (casi 19 años) y, según datos publicados por Bloomberg, no ha tenido un año negativo desde que empezó a gestionar dinero en 2008. Su rentabilidad anualizada entre 2008 y 2025 es del 12,7%, con un mejor año del 29,5% en 2013 y un 20,9% en 2015. En 2025 cerró con un 6,8%. Gestiona aproximadamente 5.500 millones de dólares centrados en tipos, divisas y macro asiático. Un track record así, en macro discrecional, es de los mejores que se pueden encontrar en la industria.

Rishi Shah es PM senior de tipos y está en la firma desde noviembre de 2010, con traslado a Estados Unidos en 2015. Su U.S. Rates Opportunities Fund ganó cerca del 99% en 2020, en un año de dislocaciones extremas en tipos. Es uno de los gestores de tipos más capaces del mundo cuando los regímenes monetarios se rompen, que es exactamente el tipo de entorno en el que estamos entrando.

Ville Helske es PM de volatilidad, en la firma desde enero de 2013. Su track record interno es muy sólido (+15,5% hasta junio de 2025 en su fondo dedicado de volatilidad), y la firma ha decidido reorganizar la forma de comercializar esta estrategia para que sus asignaciones se canalicen a través del Master y de Alpha. Lo importante para nosotros es que su talento sigue contribuyendo al fondo en el que estamos.

Fash Golchin, ahora la pieza central, lleva en la firma desde noviembre de 2011 (unos 14 años y medio). El hecho de que la dirección haya decidido convertirle en lead PM y darle la mayor asignación del pool es la mejor señal interna posible, Brevan considera que es su mejor PM actual y le ha dado el mandato y los recursos para liderar el fondo.

Trifon Natsis es cofundador y uno de los socios fundadores. Sigue como uno de los grandes PMs. Casi 24 años en la firma. Su valor es la continuidad histórica, la cultura interna y la profundidad de experiencia que aporta al equipo.

> *Lo importante de esta lista es que estamos hablando de cinco PMs senior con entre 13 y 24 años en la casa. No es una plataforma vaciada de talento, es exactamente lo contrario, una concentración de talento senior que ha decidido seguir vinculado a la firma y al Master Fund*

Lo importante de esta lista es que estamos hablando de cinco PMs senior con entre 13 y 24 años en la casa. No es una plataforma vaciada de talento, es exactamente lo contrario, una concentración de talento senior que ha decidido seguir vinculado a la firma y al Master Fund. Y a esa lista hay que sumarle más de 150 PMs y traders en la plataforma global, lo que reduce el riesgo de dependencia de una sola persona y multiplica las fuentes potenciales de alpha.

Y la tercera decisión, que afecta directamente a Icaria Patrimonio, es algo que hemos completado este mismo trimestre y que tiene impacto inmediato en la rentabilidad para el partícipe. Hemos conseguido mover todo nuestro capital a la clase EUR de Brevan, eliminando el riesgo divisa que veníamos asumiendo en la posición. El impacto divisa pasa a ser cero, lo que significa que cualquier rentabilidad que genere el fondo se traslada de forma íntegra al partícipe sin la fricción de los movimientos del dólar. En 2025, el efecto divisa ha sido relevante en otras posiciones de la cartera, y poder neutralizarlo en Brevan es una mejora estructural que se notará en el largo plazo.

Sobre marzo, que como hemos comentado no ha sido un buen mes para el Master Fund, toca ser claro. Los motivos no se pueden achacar al equipo de gestión. Cuando un presidente publica un mensaje en redes sociales que mueve cientos de millones en futuros de petróleo en quince minutos, cuando el petróleo oscila un 10% en una sesión por una negociación que primero existe y al cabo de unas horas no, cuando los algoritmos compran al instante lo que la realidad corrige en cuestión de horas, ningún equipo de macro discrecional, por bueno que sea, puede operar con normalidad.

> *Los escenarios de mercado, simulaciones, stress tests o hipótesis descritos tienen carácter meramente ilustrativo, se basan en supuestos que pueden no materializarse y no constituyen previsiones ni garantías de resultado*

La imprevisibilidad de Trump ha hecho que el mes haya sido un campo de minas para cualquier estrategia que dependa de leer la dirección estructural de los mercados. No podemos culparles. Y, dicho sea de paso, el stress test publicado de la cartera actual del Master Fund a noviembre de 2025 simulaba que esa cartera, sometida a un shock tipo Lehman 2008, generaría +26%, y sometida a un shock tipo COVID, +15,8%. La convexidad defensiva, que es la propiedad por la que tenemos a Brevan en cartera, sigue plenamente construida en la cartera actual.

Los escenarios de mercado, simulaciones, stress tests o hipótesis descritos tienen carácter meramente ilustrativo, se basan en supuestos que pueden no materializarse y no constituyen previsiones ni garantías de resultado.

Mi lectura es muy clara y positiva. Brevan Howard es hoy una plataforma macro de primer nivel que ha hecho exactamente lo que tenía que hacer; concentrar capital y atención en sus mejores PMs (con Golchin liderando el Master Fund), depurar la plantilla, consolidar a Bathwal, Shah, Helske y Natsis como pilares del equipo, y mantener una cultura de riesgo institucional que sigue marcada por Aron Landy, CEO desde 2019 y antiguo Chief Risk Officer de la firma desde 2003. Las condiciones macro que han hecho de los últimos años un buen entorno para el fondo (volatilidad, divergencia entre bancos centrales, tipos altos, inflación estructural) siguen plenamente vigentes y se intensifican con el cambio en el entorno energético y geopolítico. Y a ese viento de cola le sumamos una configuración interna mejorada y una posición optimizada en clase EUR.

PIPELINE EN MARCHA: EQT, KKR, BROOKFIELD, OAKTREE Y OTROS

> *No vamos a tomar decisiones precipitadas en una parte de la cartera que tiene que durar décadas en la vida del fondo*

Más allá de Brevan, en estos meses estamos profundizando en el análisis de fondos de algunas de las casas más reputadas del mundo: KKR, Brookfield, Oaktree y otras gestoras de primer nivel cuyos nombres iremos compartiendo a medida que avance el proceso. La filosofía es la misma de siempre. No tenemos prisa. No vamos a tomar decisiones precipitadas en una parte de la cartera que tiene que durar décadas en la vida del fondo. Ya hemos invertido gran parte del mes de marzo y todo abril en este trabajo, y vamos a seguir.

Cualquiera que conozca cómo funciona nuestro proceso de análisis sabe que es largo y exigente. Tiene una parte cuantitativa (estudio de track records, análisis de drawdowns, correlaciones, métricas riesgo-ajustadas, comportamiento en distintos escenarios), una parte cualitativa (estructura del equipo, alineación de intereses, governance, mecanismos de protección al partícipe, política de valoración) y una parte de reuniones directas con los equipos gestores para entender cómo piensan, cómo deciden y, sobre todo, dónde ponen su propio dinero. Cada uno de estos pasos requiere tiempo y, sobre todo, paciencia. Los cambios en Icaria Patrimonio van a ser paulatinos, fruto de un trabajo que se prolonga durante meses.

> *No se trata de cambiar lo que funciona, se trata de pulir, de mejorar márgenes, de optimizar cada bloque*

Estoy muy satisfecho con el pipeline de fondos que tenemos hoy en análisis. Son ideas de calidad, gestoras con escala global, alineación de intereses sólida y procesos de inversión contrastados. Estamos peinando la oferta institucional de cada una de estas casas para encontrar el vehículo concreto que mejor encaja en Icaria Patrimonio, y a partir de ahí construiremos las decisiones.

Termino con una reflexión que va al fondo del proyecto. Icaria Patrimonio es hoy más sólido de lo que nunca fue. Después de meses de trabajo intenso, la cartera tiene una arquitectura que considero robusta, con cada categoría cumpliendo la función que le toca, con gestores de primer nivel en cada una de ellas y con una diversificación que no es nominal sino real. A partir de aquí, el trabajo consiste en seguir agregando piezas que la hagan aún más robusta con cada incorporación. No se trata de cambiar lo que funciona, se trata de pulir, de mejorar márgenes, de optimizar cada bloque. Es exactamente el tipo de trabajo que más disfruto y al que vamos a dedicar los próximos meses.

RENTABILIDAD Y PESOS POR CATEGORÍAS

Dentro de cada categoría podemos mencionar el comportamiento de alguno o algunos activos, pero no de todos los incluidos, con el fin de proteger nuestro trabajo y propiedad intelectual.

Equity	**-6.27%**	Sin duda un mes complicado para la parte de renta variable de Icaria Patrimonio. Los fondos con un mayor sesgo a Europa y Small Caps sufrieron un mayor castigo.
Private Equity	**+0.77%**	En un mes de mucho ruido y en el que hemos realizado ventas (con beneficios) vemos nuestra parte de Private Equity comportarse de forma sobresaliente en un escenario complicado. Destaca Goldman con una rentabilidad sobresaliente en el mes.
Macro/CTA	**-5.79%**	Un mes complicado para los hedge fund sobre todo de perfil macro donde destacó Brevan Howard con un -7%, el peor mes desde su inicio en 2003. Hemos dedicado un apartado a tratar Brevan.
Long Short Equity	**-0.09%**	Comportamiento sobresaliente de una de las nuevas piezas de Icaria Patrimonio en un entorno muy complicado donde los fondos de bolsa cayeron con fuerza.
Activos reales	**-3.91%**	Comportamiento malo en el mes donde ha pesado sobre todo el oro en cartera. El resto de activos han tenido un comportamiento neutro o positivo.
Trade Finance Debt	**+0.41%**	Nuestra deuda a 90 días se mantiene aislada del ruido presente en Direct Lending sumando otro mes de carry al fondo.
Retorno Absoluto	**+0.71%**	Los fondos de Retorno Absoluto tuvieron un comportamiento sobresaliente en un entorno complicado, destacando Campbell Absolute Return, uno de los fondos con el trackrecord más extenso.
Volatilidad	**-0.85%**	Nuestra exposición a volatilidad es de dispersión (caídas de mercado le pueden afectar) y a cobertura. La parte que ha tenido un impacto muy negativo ha sido la de dispersión, con las coberturas teniendo un comportamiento sobresaliente dejando un mes flat.
Bonos frontera	**-1.97%**	La subida del dólar hizo daño en el mes. Aun así cierran el mes de marzo con una rentabilidad sobresaliente.
Cat Bonds	**+0.31%**	Ese gran diversificador en un mes inmune a los movimientos del mercado.
Crédito non rated	**-0.09%**	Sorprendente aislamiento de una parte con beta a mercado. La exposición a energía y materias primas en los deudores consiguió ofrecer un comportamiento sobresaliente.
Microfinance Debt	**+0.30%**	Otro mes más de consistencia para el mejor fondo de microfinanzas del mundo.

MERCADOS PRIVADOS: SEPARAR EL RUIDO DE LOS DATOS

Llevo meses leyendo titulares y artículos que apuntan todos en una misma dirección, que los mercados privados están en crisis, que el private equity ha perdido su atractivo, que el private credit es la próxima bomba sistémica, que las distribuciones se han secado, que los grandes inversores institucionales empiezan a salir. Parafraseando a B.B. King: «the thrill is gone». El amor por los mercados privados, dicen, se acabó.

Imagino que allá por el año 2011 o similar, cuando los índices y en consecuencia fondos y etfs indexados acumulaban una década de drawdown, también surgió con fuerza la misma narrativa y en consecuencia la pérdida de confianza en la gestión indexada.

Es importante saber que no existe categoría o activo que no atraviese "baches" y desde luego ojalá todos los baches fuesen como los que está viviendo el Private Equity en estos momentos. La realidad es que aquella persona cuyos intereses estén vinculados a la gestión indexada, atacará con fuerza el resto de activos o fondos cuando surja la oportunidad, y lo mismo sucede a la inversa.

La ventaja de Icaria Patrimonio, como siempre indico al inicio, es que el FIL no está obligado a exponerse a ninguna categoría de activo concreta, y los conflictos de interés se gestionan conforme a la política interna de la gestora. La cartera responde a lo que consideramos más apropiado en cada momento dentro de ese marco. De hecho, en octubre de 2025 hacía mi primera mención a los riesgos del Direct Lending (mucho antes de que ocurriesen) y al problema de las añadas en Private Equity, los cuales fueron meses después objeto de muchos artículos.

En definitiva, no nos consideramos portadores de ninguna verdad absoluta. La diferencia es que el FIL no está vinculado por mandato a un único estilo de inversión, lo que nos permite construir la cartera en función de lo que consideramos más apropiado en cada momento, dentro del marco de gestión de conflictos de interés establecido.

Antes de aceptar el relato, lo razonable es mirar los datos. Y los datos cuentan otra película.

Empecemos por lo más concreto, las salidas de private equity. Según Pitchbook, las salidas globales acumulan 871.000 millones de dólares en lo que va de año. Esa cifra ya supera los totales completos de 2022, 2023 y 2024. En Europa, los sponsors vendieron 90.000 millones de euros en activos solo en el tercer trimestre. Cuando el ruido habla de un mercado bloqueado, los datos muestran un mercado que se está reactivando.

> *Cuando el ruido habla de un mercado bloqueado, los datos muestran un mercado que se está reactivando*

McKinsey, en su Global Private Markets Report de 2025, lo expresa con todavía más fuerza. A pesar de que el dealmaking fue templado en 2024 y que la captación de fondos cayó al nivel más bajo desde 2016, el despliegue de capital subió a doble dígito en todas las clases de activo privadas. Y, lo más relevante, en su última encuesta a los principales LPs globales, los inversores dicen que van a asignar más capital, no menos, a los mercados privados durante el año que viene. Quien asigna el capital de verdad no comparte el pesimismo de los titulares.

Hamilton Lane, una de las casas que mejor analiza este universo, va un paso más allá y muestra que las distribuciones de 2025 van camino de ser las segundas más altas de la historia en términos absolutos. Es cierto que, como porcentaje del NAV, están en niveles bajos, porque el patrimonio gestionado se ha más que duplicado desde 2018, pero el dinero está volviendo al partícipe. La fotografía completa es muy distinta a la del titular.

Sobre el private credit, el otro foco del miedo actual, **Partners Group** resume con claridad lo que también es nuestra lectura, los riesgos que la prensa describe como sistémicos no lo son. El direct lending sigue ofreciendo un spread atractivo respecto a la deuda cotizada, lo que no significa que esté libre de riesgo, sino que el problema, donde existe, es selectivo. Es exactamente por eso que en Icaria Patrimonio mantenemos un 0% en direct lending tradicional, pero tenemos exposición a working capital, trade finance, microfinanzas y bridge loans, donde el riesgo está acotado por colateral, plazos de 90 días, autoliquidación o diversificación extrema en miles de prestatarios. La forma de hacer las cosas importa más que la categoría en la que se hagan.

> *Kos family offices, que disponen de capital paciente y no responden a flujos a corto plazo, mantienen una sobreponderación estructural a alternativos*

¿Por qué los mejores asignadores de capital del mundo siguen confiando en esta clase de activo? Goldman Sachs encuestó en 2025 a 245 family offices a nivel global y la respuesta es bastante clara, los family offices, que disponen de capital paciente y no responden a flujos a corto plazo, mantienen una sobreponderación estructural a alternativos.

Hay voces críticas que merece la pena oír. Richard Ennis, por ejemplo, defiende en su trabajo «The Demise of Alternative Investments» que los costes de los alternativos (entre el 3% y el 4% anual sobre activos) no se han visto compensados por mayor rentabilidad desde la crisis financiera de 2008, y que las instituciones tendrían que volver a carteras de bajo coste de bolsa y bonos. Tiene razón en una cosa, los costes importan, y mucho. Por eso en Icaria Patrimonio dedicamos tanto tiempo a seleccionar gestoras de primer nivel y, cuando es posible, vehículos institucionales con comisiones competitivas (es lo que hicimos con Cat Bonds vía Fermat en clase institucional, y lo que negociamos con cada nueva incorporación). El argumento de Ennis, sin embargo, asume que todos los alternativos son iguales, y esa premisa no es correcta. La dispersión entre gestores en mercados privados es enorme, mucho mayor que en mercados cotizados (entre el percentil 25 y el 75 hay diferencias de varios cientos de puntos básicos al año, según el propio JP Morgan), y por eso la selección lo es todo.

Y aquí enlazamos con marzo. El mes ha sido extraordinariamente complicado para los mercados cotizados, con las acciones globales cayendo entre un 5-7%, los bonos algo más de un 2% y el oro un 10%. En ese mismo mes, la parte privada de Icaria Patrimonio ha caído alrededor de diez veces menos que la parte cotizada. No es magia. Es la combinación de tres factores que llevamos meses explicando: valoraciones marcadas a modelo en lugar de a mercado, exposiciones a flujos de caja reales (rentas, intereses sobre préstamos con colateral, contratos de infraestructura) en lugar de a sentimiento, y una correlación estructural baja con los movimientos de risk-on / risk-off que dominan los mercados cotizados.

> *No es que los privados sean mejores que los cotizados, no lo son siempre ni en todos los entornos. Es que cumplen una función distinta. Cuando los mercados cotizados se desploman, los privados protegen*

Eso es, en última instancia, el argumento a favor de los privados que merece llevarse a casa. No es que los privados sean mejores que los cotizados, no lo son siempre ni en todos los entornos. Es que cumplen una función distinta. Cuando los mercados cotizados se desploman, los privados protegen. Cuando los mercados cotizados se desbocan al alza, los privados acompañan con menos brillo. Es exactamente la asimetría que un patrimonio bien construido necesita.

Hasta aquí nuestro comentario mensual de Icaria Patrimonio FIL relativo al mes de marzo. Aprovecho para agradecer la confianza depositada en este proyecto. Seguiremos trabajando con disciplina y transparencia y sobre todo, seguiremos construyendo.

Advertencias y consideraciones legales

La inversión en Icaria Patrimonio FIL conlleva riesgos, incluidos, entre otros, riesgos de mercado, tipos de interés, liquidez, crédito, valoración, concentración, divisa y estrategias alternativas, pudiendo dar lugar a pérdidas sobre el capital invertido.

El contenido de este documento no tiene en cuenta la situación financiera, fiscal o los objetivos específicos de ningún partícipe en particular. Cada inversor debe valorar, de forma independiente o con el asesoramiento que estime oportuno, la adecuación de la inversión a su perfil y horizonte temporal.

El fondo Icaria PATRIMONIO FIL FI (ISIN ES0147415006) es un fondo inscrito en el registro de la CNMV con el número: 131 y con fecha de inscripción: 04/04/2025 en la categoría de Fondos de Inversión Global. Nivel de riesgo es 6/7 (siendo 7 riesgo muy alto). El Fondo está gestionado por Andbank Wealth Management SGIIC, S.A (Grupo Andbank). La entidad depositaria del fondo es Banco Inversis S.A. y la firma auditora del mismo es Capital Auditors and Consultants SL. El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de Icaria Capital Cartera Permanente FI. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral y trimestral, reglamento de gestión y CCAA). Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la página web de la gestora Andbank Wealth Management, SGIIC, S.A.U https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos/ y en la página web de la CNMV: https://www.cnmv.es La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en https://www.andbank.es.

Andbank Wealth Management, S.G.I.I.C., S.A.U. • CIF: A-78567153 • Calle Serrano, 37 - 1ª • Registro Mercantil de Madrid: Tomo 31.045, Folio 5, Sección 8ª, Hoja M-558.774 • Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV: nº 237

Pre-comentario antes del cierre de marzo

https://www.youtube.com/watch?v=DlmUBq-Gz8Q

Hemos completado el trabajo en la parte defensiva. Estamos ahora trabajando en la parte más dinámica. Trabajando mucho en mercados privados, con los mejores nombres. Como me gusta la cartera en su estado actual, los nuevos añadidos en los próximos meses serán con calma.

El cambio más relevante ha sido el de Brevan Howard, el fondo más top que tenemos en cartera. Hemos conseguido cambiarnos a la clase en euros, sin tener que asumir coste divisa. Lo cual es una noticia estupenda, porque significa que el track record en dólares, que llega a 2003, es extrapolable a euros. Es una noticia muy buena. En marzo, que hemos cambiado de la clase en dólares a la clase en euros, ha sido un muy buen mes para estar invertidos en dólares, porque el dólar ha ido bien en marzo. Si hubiésemos hecho el cambio a final de abril, la rentabilidad a nuestro favor habría sido un 2,5% mejor de lo que ha sido. Ha sido bastante mala suerte, pero en el largo plazo no tiene demasiado impacto.

En la carta mensual de Icaria Patrimonio, voy a dedicar un apartado precisamente a hablar de Brevan Howard, uno de los mejores hedge funds de macro discrecional del mundo. En base a lo que los gestores ven en el mercado, toman decisiones. Son decisiones humanas. Para mí, sigue siendo uno de los mejores fondos, a pesar de lo ocurrido en marzo, totalmente impredecible. Así que ha sido un muy mal mes para Brevan Howard, será lo que más penalice en la caída del FIL.

Toda la parte de mercados privados, Trade Finance con Horizon o Microfinance con Blue Orchard, incluso los fondos que tenemos de deuda privada, han tenido rentabilidad positiva. Todos, sin excepción. Los fondos de Private Equity, que nuestra exposición ahora mismo es en torno a un 14%, también han ido bien. En un mes de marzo en el que la bolsa ha hecho entre un -5% y un -10%, dependiendo de si es Estados Unidos o Europa, **Private Equity se ha quedado plano**. Ha sido un mes muy bueno en relativo para la parte de private equity.

https://t.me/IcariaPatrimonio

La parte de infraestructuras, muy bien. En general, toda la parte privada muy bien. La parte de long short que incorporamos también ha ido muy bien el mes de marzo. La parte de volatilidad, también.

¿Y qué nos ha penalizado? La renta variable. De media, los fondos que tenemos han caído en torno a un 8%, con sesgo a Europa, emergentes y small cap. **Brevan Howard ha caído en torno a un 6% en el mes de marzo**, que es una caída importante. Son cosas que pasan, meses aislados. Brevan Howard durante el COVID subió un +15%. En el año 2022 también. En el año 2008 más de lo mismo. Es un fondo que **en momentos de problemas severos y largos como puede ser una recesión, se espera que lo haga muy bien**. En momentos como marzo, que mes errático e impredecible, al ser macro discrecional es más complicado.

Así que, bueno, un muy buen comportamiento de prácticamente todas las categorías, a excepción de renta variable y Brevan Howard, que sólo ese fondo ha penalizado un -0,6% la caída mensual de Icaria Patrimonio. De la caída que tenga el fondo en marzo, un 0,6% es solo Brevan Howard.

Lo importante no es el liquidativo puntual, sino la cartera y su consistencia. Que se comporte como esperas.

Evli Short Corporate Bond, que es un fondo que nos encanta, cayó en torno a un 1,5% y Dunas Valor Prudente, que es un fondo excepcionalmente conservador, cayó más de lo que estimo que haya caído Icaria Renta. Esperemos que no todos los meses sean como marzo.

Como conclusión; es difícil tener desviaciones grandes respecto a lo que esperas, cuando estás diversificado en tantas categorías de activos y gestoras diferentes. Cuando el fondo que más pesa es un 6%, se diluye mucho la dispersión de resultados.

En un mes como marzo, en el que la bolsa cayó entre un 4% y un 10%, Icaria Patrimonio debería haber caído un 1,5%. Eso sería sobresaliente. Un notable sería un -2% y, por encima de eso, ya sería un poco peor de lo esperado. Y ahí es donde creo que

https://t.me/IcariaPatrimonio

estaremos, porque hemos tenido el desencuentro de Brevan Howard. Si no, estaríamos en la parte sobresaliente. Si quitásemos Brevan Howard, la caída sería inferior al 1,5%.

Vamos con las preguntas de los asistentes;

Dentro del enfoque defensivo actual, ¿como gestionáis el efecto divisa?

Muy buena pregunta. Es un tema a tener muy en cuenta. Primero, os diré que en oro no tiene sentido cubrir divisa. He escrito artículos al respecto, los podéis ver en el blog. No voy a explicarlo aquí, pero no tiene sentido alguno cubrir divisa en oro. En renta fija, todo lo que tenga exposición a divisas no euro, está en divisa cubierta. Las yields que yo estimo para calcular la rentabilidad potencial, son descontando el coste de la cobertura. Aunque la realidad es que la mayor parte de los vehículos de deuda, son en euros. Ahí ya no existe el riesgo de divisa.

Y en renta variable, tampoco tiene sentido cubrir divisa. Sólo puede tener sentido si inviertes en small caps de verdad, porque puede tener una exposición a un solo país. Pero si estamos hablando de una multinacional como Telefónica, que tiene el 50% de sus ingresos en euros, el 40% en reales brasileños y el 10% en libras esterlinas, no puedes cubrir divisa.

Y a pesar de que cotice en euros, tiene riesgo divisa. Hay un paper muy interesante que habla de cuál es el riesgo de divisa cuando inviertes en el MSCI Europe. La realidad es que aproximadamente el 20% del flujo de caja de las compañías que están en el MSCI Europe, es en divisas emergentes. Por lo tanto, es un riesgo superior. También tiene un 30% en dólares y un 40% en euros. O sea que, cuando inviertes en el MSCI Europe en euros, lo único que no tiene riesgo de divisa es en torno al 40% de tu posición.

Sólo cubrimos divisa cuando sean variables monoflujo. Por ejemplo, un fondo de renta fija en el que los cupones son en dólares, lo cubrimos y mitigamos ese riesgo.

Y eso es lo que puedo decir del riesgo Ibiza. Generalmente, a largo plazo, no compensa. Pero hay que tener muy clara la exposición que tienes. Este es el ejemplo que pongo siempre; en Cartera Permanente, antes estábamos expuestos 50% a Europa y 50% a Estados Unidos, por lo que el riesgo de divisa era, en teoría, del 50%. Y ahora que

https://t.me/LegriaPatrimonio

tenemos una exposición de una entre ocho divisas diferentes, mucha gente decía, que que el riesgo era muy alto. La realidad es que se comporta exactamente igual que antes, porque unas divisas se compensan con las otras. De hecho yo, como ciudadano europeo, no me siento para nada incómodo teniendo parte de mi patrimonio en francos suizos, en dólares americanos o en dólares canadienses. Es más, me siento mejor. Prefiero tener esa diversificación en divisas fuertes, que tenerlo todo en euros.

Rafael Ortega, en sus fondos, categoriza el fondo Fulcrum bajo Equity Dispersion y descartó los de Assenagon. En Icaria creo que se mete Assenagon bajo la categoría de "Hedge-Funds". Rafa dijo que Fulcrum en su cartera pegaba más, y descartó Assenagon. ¿Por qué en Icaria Patrimonio se ha seguido este criterio? (creo que es por el perfil de volatilidad y comportamiento en shocks rápidos, pero por confirmar, ya que Assenagon, aunque es menos "rentable", sube más en las crisis)

Es un muy buen apunte, y aquí hay que separar. El Fulcrum Equity Dispersion, juega a la dispersión, como su nombre indica. Significa que, si hay comportamientos dispares entre sectores, como que el sector energético suba con fuerza y todos los demás caigan, fondos que venden dispersión, se benefician y tienen rentabilidad. Esto es interesante porque en mercados alcistas pueden ganar dinero, lo han hecho bien.

En mercados bajistas, está más por ver, pero lo hace mucho mejor que la bolsa, cayendo menos. Y en mercados laterales lo puede hacer bien. Su rentabilidad objetivo es aproximadamente la mitad de la bolsa. Entonces está renunciando a rentabilidad potencial, a cambio de una menor volatilidad, un menor drawdown y de que en dos de los tres posibles escenarios, lo hagas bien. Y la bolsa sólo lo hace bien en uno de los tres posibles escenarios.

Teniendo en cuenta eso, Assenagon tiene un fondo que hace Equity Dispersion. No exactamente, pero parecido. Es peor fondo, en su día lo analicé, me reuní con el equipo y no encajaba. El fondo en el que invertimos nosotros de Assenagon, no tiene nada que ver con el de Fulcrum. El fondo de Assenagon es básicamente ir largo de volatilidad, que es lo contrario que hace Fulcrum. Fulcrum vende volatilidad. Assenagon, en mercados laterales o alcistas, ni fú ni fá. Rentabilidad esperada, cero. Y en mercados bajistas,

https://t.me/IcariaPatrimonio

rentabilidad extrema. No se puede comparar con Fulcrum. El comparable de Assenagon sería un fondo como el Amundi Volatility Euro o World Volatility.

¿Y por qué es tan interesante un fondo que si sube la bolsa o está en lateral no me da nada y si cae la bolsa sube mucho? Porque es un seguro. Si yo todos los años destinase una parte de mi capital a comprar un seguro y ese seguro, si la bolsa cae, fuese muy rentable, me protegería. Eso es, básicamente, lo que hace Assenagon.

Eso tiene un coste de entre un 2% y un 4% anual. Assenagon, neto de comisiones, a 10 años vista, te da una rentabilidad ligeramente positiva. Estás teniendo una cobertura gratis. Eso es muy interesante. Es el motivo por el que tenemos un 5% de Icaria Patrimonio entre Assenagon y otro fondo similar. Y no tiene nada que ver con Fulcrum, que también tenemos, pero no es lo mismo. Y como bien indica la pregunta, yo lo tengo metido en la categoría de Hedge-Funds. Este mes creo que va a ser el primero en el que lo segregue más y yo creo que los partícipes lo valorarán.

¿Cómo categorizas las estrategias de los Hedge-Funds y cómo funcionan en términos generales, (Long-Short, Macro, etcétera), diciendo cuál se corresponde a cada una de las que llevamos y por qué has elegido o primado algunos enfoques y no otros.

En agregado, les llamo Hedge-Funds porque son Hedge-Funds, pero tenemos diversas categorías. Por ejemplo, en la categoría de volatilidad, está Assenagon y otros fondos que cuando la bolsa cae, suben. Esa es la parte que es como un seguro. Luego tenemos Equity Dispersion, que es como Fulcrum. Luego tenemos Long-Short, que es tener exposición a renta variable, pero si hay caídas fuertes, que pueda seguir haciéndolo bien.

Marzo es una muy buena muestra de ello. De nuestros cinco fondos Long-Short, en marzo cayó uno, como mucho dos, y la caída fue de -0,5% aprox. Los fondos Long-Short, cumpliendo con su objetivo.

Tenemos los fondos de CTAs, de futuros gestionados, que son los que deberían hacerlo bien si hay una recesión prolongada, pero en caídas como las de marzo, no tienen por qué. Son más bien para recesiones. Ahí tenemos Transtrend DTP, que es uno de los mejores fondos del mundo. También estamos con Winton, etcétera, etcétera. Tenemos

https://t.me/IcariaPatrimonio

fondos de Retorno Absoluto, que básicamente es intentar generar retorno positivo en sea cual sea el entorno, en esa categoría, tenemos un fondo de arbitraje que tiene track record desde hace más de 20 años. Otro que tenemos es el DNCA Invest Alpha Bonds, que es uno de los mejores fondos de Retorno Absoluto en crédito, que de hecho creo que está cerrado y nosotros estamos dentro. Y el fondo de Campbell, que es un Hedge-Fund de retorno absoluto que tiene track record desde hace unos 30 años.

Recapitulando; tenemos Long-Short, Retorno Absoluto, Volatilidad y CTA. Esas serían las diferentes categorías de Hedge-Funds.

Tras los ajustes de estos últimos meses, ¿cuántos fondos de RV han quedado en la cartera y cuales serían los de mayor peso?

La verdad que han quedado bastantes fondos en cartera. Tenemos nuestros hedge funds de equity, como Alta Fox, Sohra Peak, Laughing Water o Voss Capital. Han tenido rentabilidades, en algunos casos del doble de la del SP500, que es una barbaridad. Esos fondos invierten en small caps de verdad. No es como comprar un índice pasivo de small caps, que luego ves y hay compañías de 2.000 millones de valoración. Estos tienen small caps de verdad, son compañías muy pequeñitas. Así que, el riesgo cuando inviertes en fondos que invierten en compañías de este tipo, es que un mal mes te puede destrozar.

De hecho, Laughing Water cayó un -11% sólo en septiembre de 2025. Imaginad si lo tuviéramos con un 10% de peso en el fondo. Te destroza. Icaria Patrimonio es un fondo patrimonialista, cuyo objetivo es ser lo más estable posible, para que la gente duerma tranquila. No nos podemos permitir eso.

Ese es el motivo por el que tenemos sólo un 3% en Alta Fox, que es un fondo con una rentabilidad del doble que la del S&P500 después de comisiones. Porque puede haber una dispersión de resultados muy importante, en un determinado momento.
Así que en vez de tener un único fondo top, en esa categoría tenemos cinco o seis. El resto de fondos están para complementar. Tenemos un fondo que es extraordinario de emergentes, otro extraordinario en Value europeo,otro en Value americano, otro en Growth americano, ectétera. Tenemos cubiertas todas las categorías. Eso hace que tengamos fondos sin solapamiento de cartera. Si no se solapa, tienes un rendimiento consistente.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Marzo es otra prueba de ello. Hay fondos dentro de Icaria Patrimonio, que en marzo han caído un 11%. La parte agresiva de Icaria Patrimonio, en el mes de marzo te puede caer un 7%. Que no es poco. De esta forma, con esta diversificación, impedimos que suceda esto. Los fondos de mayor peso son Alta Fox y Sohra Peak, después estaría Main One Capital, que es otro fondo extraordinario. Y luego el resto de fondos pesan en torno a un 2%, más o menos.

¿Crees que la Cartera Permanente se complementa con Icaria Patrimonio o se sustituyen?

Se complementan, claramente. En los fondos de renta variable de Icaria Patrimonio, no hay prácticamente ninguna compañía del MSCI World. Y en Cartera Permanente, tenemos fondos indexados. En Icaria Patrimonio tenemos un 3% en oro y en Cartera Permanente un 25%, es otra película. En Icaria Patrimonio no hay nada de bonos gubernamentales, mientras que en Cartera Permanente hay un 25%. Y en Icaria Patrimonio no hay nada en Letras del Tesoro, y en Cartera Permanente hay un 25%. En definitiva, el solapamiento es prácticamente inexistente. Son fondos radicalmente diferentes.

De hecho, Cartera Permanente siendo un fondo conservador de altísima calidad, en marzo cayó el doble que Icaria Patrimonio FIL. Aunque podría haber sido al contrario. No estoy diciendo que lo normal es que Cartera Permanente caiga más, pero en este caso sucedió porque son muy diferentes, no tienen el mismo comportamiento.

Sería interesante conocer tu opinión sobre los fondos de CVC (dijiste que los habías descartado fundamentalmente por costes y estructura de comisiones), pero por ver qué piensas de ellos a nivel "estrategia de inversión", en el caso de los fondos que hayas analizado.

Los últimos dos meses, he analizado multitud de fondos de mercados privados de las gestoras más top del mundo. Fondos de Oak Tree, Brookfield, KKR, CVC, Carlyle, de absolutamente todos. Y tengo en el pipeline de fondos unos 100 a estudiar.

https://t.me/IcariaPatrimonio

En la parte de mercados privados, además, hay que tener cuidado porque el *governance* de algunos fondos es terrible. Pueden hacer operaciones vinculadas entre fondos de la misma gestora, pueden hacerte una serie de jugarretas que hay que evitar. En los fondos de Icaria Patrimonio no sucede eso, por lo que analizar la parte de *governance* es muy importante y nos lleva mucho tiempo. En lo que respecta a comisiones, tienen que ser competentes. No comparo las comisiones de un fondo de Private Equity con las de un ETF o indexado. No tiene sentido. En un fondo de Private Equity, en la gran mayoría de casos, los gestores entran en la directiva, y tienen que llevar la gestión del día a día. No les puedes pagar un 0,20% de comisión por eso. Busco fondos que sean baratos dentro del universo de Private Equity, para que los resultados sean satisfactorios desde un punto de vista de costes.

He hablado de costes, he hablado de *governance* y luego está la parte cualitativa, que la gestora sea buena, que el track record sea bueno, que me reúna con el equipo gestor y me encaje lo que me cuentan, incluso que a nivel *compliance* encaje con los requisitos que tenemos nosotros dentro de Andbank.

En lo que queda de año, estoy muy tranquilo con la cartera, y no tengo prisa. Seguimos trabajando intensamente, pero tomando las decisiones con mucha más calma, porque la cartera ya se encuentra como considero que debería estar, dada la situación macro actual. Cuando acabe de estudiar la parte de mercados privados, tengo un par de fondos del estilo de Alta Fox, en el pipeline de renta variable, que son brutales. En la parte de renta variable, la prioridad es la más baja, porque es la más susceptible a caídas.

¿Qué comportamiento es el adecuado para un inversor en Icaria Patrimonio? Los movimientos nunca serán siempre positivos. ¿Qué recomendaciones nos puedes dar a nivel psicológico?

La mayor parte de los inversores en Icaria Patrimonio, son gente conservadora. Tiene ahí metido su patrimonio, fruto del esfuerzo del trabajo de toda su vida, y quiere un fondo que sea conservador, con una rentabilidad satisfactoria. No hay más. Ese es básicamente el objetivo. Es un fondo en el que no vas a ver en un mes lo que puede pasar en bolsa, que es caer un 11%. Eso no va a suceder en Icaria Patrimonio. El comportamiento a nivel emocional, mental, debería de ser más sencillo, porque la volatilidad es mucho más baja.

https://t.me/IcariaPatrimonio

El comportamiento debe ser de largo plazo. Es lo que siempre digo. Cuando alguien me dice que va a invertir para probar, ese perfil de inversor no nos interesa.

A fecha 29 de abril, Icaria Patrimonio está por encima de los 25 millones e Icaria Renta está por encima de los 9, estamos casi en 35 millones entre ambos. Los fondos han ido de forma extraordinaria, no tenemos ningún incentivo para intentar captar agresivamente nuevos clientes. Estamos tranquilos y contentos con los que estamos. El comportamiento de los partícipes es tremendamente estable, que es el motivo por el que, desde el principio, me molesté en conocer a todos los partícipes. Para que fuera así.

Ahora mismo estamos en modo neutral-defensivo porque considero que es lo oportuno. Si las condiciones macroeconómicas y las expectativas cambian, yo mismo hago que Icaria Patrimonio tenga una cartera más agresiva. No es algo que tenga que hacer el partícipe. Es algo que ya va implícito dentro de Icaria Patrimonio, siendo una de sus grandes ventajas.

Comentaste hace unas semanas que habías reducido algo la posición en oro tras el rally de los últimos meses. Ahora que ha corregido bastante, ¿te planteas aumentar peso de nuevo?

Cuando estuvo por encima de $5.000, reduje del 5% al 2% y ahora con las caídas que hubo, que se fue a $4.400 subí al 3%. Esto no es trading, es bajar del 5% al 2% y de subir del 2% al 3%. Son movimientos menores, en función de los movimientos del precio. Para mí, la subida a 5.000 y pico fue un poco especulación. La gente se quiere subir al carro de todo lo que sube, y en el caso del oro, no fue distinto. Por eso decidimos reducir. Pero es una posición estructural que irá bailando entre el 2% y el 5%.

En la Cartera Permanente, ¿qué sucede si el euro se aprecia respecto al resto de divisas? Con el dólar ha pasado, alguna vez. A 5 años puede haber pérdidas. ¿Por qué no cubrir divisa en un porcentaje de la cartera?

En el análisis que hicimos en el año 2022, explicamos en profundidad por qué al tener ocho divisas, cuatro de ellas procíclicas y cuatro de ellas defensivas, se iban a compensar las unas con las otras, e íbamos a tener un comportamiento equivalente a si

https://t.me/IcariaPatrimonio

tuviésemos todo en euros. Tres años después, esto se ha cumplido a rajatabla. Tener ocho divisas, nos da una capa extra de diversificación, en vez de ser algo negativo.

Lo considero muy positivo, sin incrementar el riesgo ni la volatilidad, y no veo que vaya a suceder. Si cae el dólar, subirá el euro, o el dólar australiano, o quizás el franco suizo. Si cae el yen, se compensan las unas con las otras, que es lo que lleva sucediendo desde que hicimos el cambio y es lo que dijimos que iba a suceder.

¿Por qué las estrategias de c*arry* no tienen presencia en Icaria patrimonio?

Sí tienen presencia, en la parte de retorno absoluto. Varios de los fondos hacen carry, pero es cierto que no existe ningún fondo, salvo los de Rodrigo Gordillo, los que utiliza Rafael Ortega también, en su estrategia Return Stacking.

La mayoría de fondos de retorno absoluto, destina un 25% a estrategias long short, un 25% a arbitraje de tipos de interés, un 25% a carry, etcétera. Pero no hay ningún fondo, salvo los de Return Stacking, que inviertan sólo en carry.

Para mí, es suficiente con tener exposición a carry a través de los fondos de retorno absoluto, porque considero que, en este mundo tan tremendamente eficiente, si carriy fuese imprescindible tenerlo por separado, la oferta de fondos de carry sería muchísimo más amplia.

Creo que es un factor interesante a tener en cartera, combinado con otros, pero no de forma única. De hecho, hay ETFs de carry de commodities, de carry de tipos de interés, ectétera. Y tienen de capital bajo gestión 100-200 millones. Son algo pequeño. Los inversores institucionales, gente que se dedica a esto desde hace 20-30 años, saben perfectamente lo que es carry, pero considerarán tenerlo en mayor o menor cuantía dependiendo de sus intereses, el perfil de la cartera y demás.

¿Tienes pensado hacer una nueva presentación, explicando algunos de los fondos, para conocer el comportamiento que han tenido en los últimos años y demás?

Tengo escritos tres artículos, de tres fondos diferentes, presentes en Icaria Patrimonio FIL. Me faltan algunos retoques. Y los tengo escritos desde hace un mes. Pero la verdad

https://t.me/IcariaPatrimonio

es que tenía otros temas prioritarios y no me dio tiempo a pulir esos artículos, pero la idea sí que es publicar artículos sobre los fondos.

¿Hay estrategias que no estén presentes en Icaria Patrimonio y que pudieran tener cabida? ¿Cuál es el criterio a la hora de incluir unas estrategias u otras?

Sí que las hay, sí. El criterio es que, a la hora de incluirlas, el binomio rentabilidad-riesgo del fondo, mejore. No la rentabilidad. He visto muchísimos fondos que, si los incluyo en Icaria Patrimonio, la rentabilidad subiría exponencialmente. Ese no es el objetivo. El objetivo es que el binomio rentabilidad-riesgo mejore. Ese es el criterio fundamental.

Tengo en análisis estrategias que no están presentes en Icaria Patrimonio, pero son estrategias que requieren de una *due diligence* bastante más exhaustiva. Podrían entrar y entrarán, lo que pasa es que algunas tardan más y otras tardan menos.

Icaria Patrimonio es un ecosistema vivo, que conforme avanza el tiempo, va haciéndose mejor. Porque mi trabajo es seguir analizando día a día, para incorporar mejoras.

Hace unos días leí la carta del Q1 de Cedar Creek y me parecieron muy interesantes sus posiciones. No lo has mencionado en tu respuesta anterior sobre renta variable. ¿Sigue estando en la cartera de Icaria Patrimonio?

En Icaria Patrimonio tenemos Turtle Creek. Cesar Creek los conozco y es uno de los fondos que valoré incorporar. No me acuerdo cuál fue el criterio por el que a priori lo descarté, pero hay fondos que siguen en la recámara para hacer posibles incorporaciones más adelante, porque la parte de renta variable, que ahora mismo pesa un 22%, se incrementará si hay caídas, seguro.

Cedar Creek es un gran fondo. Los que están más arriba en la lista para entrar son el fondo de Gator Financial Partners, que ya hablé de él hace 6-7 meses en una carta, con una rentabilidad del 7-8% por encima del S&P 500, y existe desde el año 2009. También tenemos en la recámara el fondo Alluvial Tactile Fund, de Dave Waters, que también es de lo más top.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Podrían entrar a futuro, porque esto es una carrera de fondo. A muchos años. El discurso de largo plazo, aquí es real. Aunque no hayan entrado en este casi año que llevamos, en el futuro podrían entrar.

Y dentro de la parte conservadora, ¿tenéis prevista alguna incorporación?

Sí, en Icaria Patrimonio tengo previsto incrementar algo la parte de renta fija, porque en su momento, antes de marzo, disminuyó bastante en favor de Long-Short, que es más rentable. Pero como ha habido caídas en renta fija, a pesar de que abril rebotó algo pero no rebotó todo lo que cayó en marzo, hay oportunidades para calcular yields interesantes. En la parte conservadora, estoy analizando varios fondos de mercados privados del estilo de Trade Finance y también varios fondos de mercados cotizados.

Dentro de Icaria Renta, ¿alguna novedad, algo que estés estudiando incorporar?

Sí, hablaré de ello en las cartas. La rentabilidad esperada de uno de los mejores fondos de renta fija de Europa, que es el Evli Short Corporate Bond es del 3%, y en marzo yo creo que cayó un -1,5%. La rentabilidad esperada de Icaria Renta es de en torno a algo más del 4%, bastante por encima del Evli, y cayó en torno a un -0,4%. Estoy muy contento con la cartera de Icaria Renta.

Pero sí que va a seguir mejorando. Los dos fondos van a seguir mejorando siempre. y los fondos más top de un fondo estarán presentes en el otro, y viceversa.

Es cierto que ahora están en un punto en el que se diferencian bastante, porque la deuda en Icaria Patrimonio pesa bastante menos que en sus inicios. Se solapan poco, pero los fondos número uno están en ambos.

Recordemos que están disponibles desde 50.000€ para clientes que tengan 100.000€ invertidos con nosotros.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Comentario a cierre de marzo

https://www.youtube.com/watch?v=OwE2fapBD5M

Aquí estamos, un mes más, cumpliendo con el comentario mensual de Icaria Patrimonio. Este mes, ha quedado una carta larga, de ocho hojas. Con mucho *disclaimer*, porque la CNMV ha emitido un comunicado sobre la intervención en redes sociales, así que *Compliance* nos pide que todos los gestores añadamos una hoja sobre *disclaimers*.

Vamos a ver cómo se han comportado cada uno de los diferentes activos de Icaria Patrimonio en marzo. En cuanto a evolución del patrimonio, ha ido muy bien, creciendo de nuevo. Cerramos marzo con 24 millones, ahora ya muy por encima. **Marzo ha traído el primer mes negativo de Icaria Patrimonio**, algo esperable, también. Si tuviera que ponerle nota al mes del marzo, le pondría un 7 sobre 10.

No ha sido un mes sobresaliente, debido al comportamiento del fondo Brevan Howard y su elevada caída del -7% en marzo. Es un fondo que, irónicamente, es el mejor de entre los que tenemos en cartera. En la carta mensual hemos dedicado dos o tres páginas a hablar de Brevan Howard, porque lo requiere y lo merece. **El fondo ha tenido el peor mes de su historia, desde el año 2003**. Sólo esa caída ha supuesto un -0,6% de la caída global de Icaria Patrimonio.

Dicho esto, el mes de marzo en los diferentes mercados ha ido mucho peor; **el MSCI World cayó en torno a -5% en euros y Europa en torno a menos 8,5%.** Estamos bien, en relativo. **Icaria Patrimonio es un fondo con una relación rentabilidad/riesgo sobresaliente, pero que no busca subir cuando el mercado cae.** Si el mercado cae, caeremos menos. Ese es el objetivo principal. También tiene la ventaja de que si el mercado sube, el fondo no hará cosas raras y subirá también.

Los activos en marzo han ido como deberían de ir, a excepción de la sorpresa negativa de Brevan Howard. En marzo hemos tenido la guerra con Irán, junto a todos los eventos absolutamente imprevisibles por parte de Trump, que han hecho que los mercados se comporten casi como un casino. **Hasta la renta fija de corto plazo ha caído.** Fondos como el Cartesio X, que para mí es un fondo extraordinario, cayó en torno

https://t.me/IcariaPatrimonio

a un -3%. Fondos como el Evli Short Corporate Bond, que para mí es de los más conservadores, cayó en torno a un -1,8%

En lo relativo a la parte defensiva de la cartera, venga el escenario que venga, estamos preparadísimos, ya que durante meses estuvimos trabajando en esa parte, y ya está completada. **La cartera está mucho más preparada para un entorno de caídas sostenidas**, no un entorno de caídas de un mes. Si la cosa se complicase o hubiese ido a más, la cartera lo habría hecho muchísimo mejor. Lo veremos, si se da ese escenario. Así que estamos muy contentos con la composición actual. No podemos estar más satisfechos. Mi tranquilidad es absoluta en ese sentido.

Ahora estamos trabajando en la parte ofensiva, desde hace un mes y medio o dos. Sin movimientos aún, porque quería ver bien todos los fondos y reunirme con las gestoras antes de tomar ninguna decisión. No quiero tomar decisiones aisladas, quiero tomar decisiones en conjunto. Hablo en la carta de gestoras que estamos viendo, como KKR o Brookfield. Tenemos que ver que todo encaje; el perfil de liquidez de la cartera, el *trackrecord*, el *governance*, las comisiones, todo. Y, sobre todo, que **una vez incorporemos esas piezas, el conjunto sea mejor en la relación rentabilidad/riesgo.**

Entre mayo y junio podremos tener cambios del 10% de la cartera. Pequeños ajustes, para que sea algo más dinámica. No estamos hablando de movernos a renta variable, sino de infraestructuras, algo más moderado. Dejaremos la cartera mejor que donde está ahora. Hemos descartado muchos fondos por el camino. Me he encontrado historias para no dormir; fondos que se crean para que la gestora les pase los activos que no quieren o los fondos que no encuentran salida, por ejemplo. Horrible. Por eso, la parte de la *Due Diligence* y del *Governance* es tan importante, se ve muy poco y poca gente lo hace. No quiero decir nombres, no puede ser, porque la CNMV está muy encima con la política de comunicaciones, y yo aquí estaría dando nombres de gente que no hace bien las cosas. Prefiero mantenerme prudente en este sentido.

Por otro lado, hemos visto fondos de deuda a corto plazo con rentabilidades muy interesantes, del entorno del 6%. En la línea del fondo de Horizon Capital, pero con un perfil distinto, ya que no buscamos incorporar activos similares, sino descorrelacionados. En esa categoría tenemos unos 7-8 fondos muy top, ahora mismo. **En la parte de infraestructuras, que me parece clave, quiero algo con un sesgo a energía limpia**,

https://t.me/lacariaPatrimonio

renovables y demás, que es lo que estoy viendo. También estoy viendo algún fondo de Real Estate, pero ahí soy más cauto, no creo que sea el momento aún, ya que son fondos más ilíquidos y prefiero esperar. Y algún fondo de Private Equity de primer nivel también hemos analizado, de Brookfield y KKR. **Tenemos un pipeline gigantesco. La carpeta tiene cientos de fondos, cada vez más, lo cual es positivo.**

También tenemos fondos de renta variable, pero eso será una parte a la que vayamos cuando acabemos con esta. Vamos con calma, pieza a pieza, sobre todo porque ahora mismo no hay prisa. **El fondo, tal y como está ahora, podría quedarme tranquilo seis meses y sé que le va a ir bien.** Lo que hagamos será para pulirlo, así que es mejor que esté muy, muy trabajado.

Vamos ahora a comentar el comportamiento de las diferentes categorías en el mes de marzo. Lo hemos comentado ampliamente en la carta, de cualquier modo. A partir de ahora, ampliaremos aún más la información, siendo más precisos a la hora de detallar las categorías. El principal detractor, sin ningún tipo de duda, ha sido la bolsa, con un -6,27% en línea con lo esperado. El MSCI World cayó un -5%, Europa un -7,5%. Tenemos cierto sesgo a Europa, así que caer un -6,27% va en línea con lo normal. Private Equity, que es la gran narrativa negativa en redes y demás, obtuvo un +0,77%. Sí que es cierto que el fondo de Goldman reportó más tarde, así que entrará en la valoración de abril.

El gran lastre del mes ha sido Macro/CTA, de la mano de Brevan Howard, que ha hecho un -7%. Ha sido el peor mes de su historia, desde 2003. La categoría ha hecho un -5,79%. Long-Short Bolsa, muy bien. Mientras la bolsa se ha hecho un -6%, Long-Short ha hecho un 0%. Se ha quedado plano, reflejando lo que buscamos. No buscamos que si la bolsa cae en un mes un -%6, Long-Short suba. Pero ha tenido un comportamiento muchísimo más equilibrado. De hecho, de los cinco fondos de Long-Short, tres de ellos subieron en marzo. Es excepcional.

Luego, en activos reales hemos hecho un -3,91%, principalmente lastrados por el oro. Infraestructuras ha sido plano y GSA Coral ha sido positivo, así que principalmente nos ha lastrado el oro. Trade Finance ha sido positivo, Retorno Absoluto, entre Campbell y algún otro ha sido positivo en un +0,71%. La parte de volatilidad ha sido -0,85%. Los fondos de cobertura han subido, pero el fondo de dispersión se ha ido a -6%, entonces,

https://t.me/IcaroPatrimonio

la categoría ha quedado en -0,85%, lastrada sobre todo por ese fondo. Puede suceder en caídas, que el fondo de volatilidad y dispersión lo haga mal. Es un fondo para hacerlo bien, especialmente en mercados laterales y alcistas. En mercados que caen, puede hacerlo bien, pero no siempre. Se beneficia de que el mercado no se mueva al unísono y, la verdad, marzo se movió al unísono, cayó todo en bloque.

Bonos frontera, fruto de que el dólar subió y eso les perjudica, no hizo un buen mes, un -1,97%, pero en lo que va de año ahora mismo va a +4%, siendo renta fija, es excepcional. Cat Bonds, bien, en base a lo que se espera, hizo un +0,31%, un poquito menos de rentabilidad que los otros meses, pero bien. Crédito, que sobre todo es exposición a Non-Rated, ha sido plano, lo cual es excepcional. Lo normal es que hubiese caído. beneficiado sobre todo por el sesgo a energía y materias primas de algunos fondos, también hay que decirlo. Y, por último, Microfinance fue positivo con un +0,3%.

Vemos que los fondos que buscan dar consistencia y ser el ancla para cuando las cosas van mal, básicamente lo han sido, con la excepción de Brevan Howard en Macro/CTA. Son cosas que pueden pasar, pero al final lo importante es la consistencia del conjunto en el largo plazo.

Cambiando de tema, es sorprendente el dato de Private Equity, teniendo en cuenta toda la narrativa que hay últimamente sobre mercados privados, las noticias alarmantes sobre que el Private Equity está muerto, y demás. Yo sé perfectamente por qué es, porque al final hablo con todas las gestoras. El Financial Times, el Wall Street Journal con el primer artículo que publicaron hace ya cuatro meses, tuvieron muchísimas más visitas que en el resto, así que al final se rinden al tráfico fácil. Los artículos que llaman la atención, son los que siguen haciendo.

Os pongo un ejemplo de lo surrealista que son los artículos. Hubo un día que iba en el coche, paramos a cargar el coche, porque ahora tengo un eléctrico, y me puse a mirar las últimas noticias. Vi en portada del Financial Times que Partners Group, duro golpe, porque tenía en cartera Breitling, empresa principalmente de relojes, que había sufrido un recorte en valoración del 50%. Y yo pensé; "ostras, nosotros tenemos Partners Group". Relativamente tranquilo, porque la posición de Partners Group que más pesa en Icaria Patrimonio es un 2%, pero no me sonaba Breitling en las principales posiciones ni muchísimo menos. Me descargué el informe anual de Partners Group, me fui a la cartera y ¿sabéis cuánto pesaba Breitling? Un 0,3%. Estamos hablando de cero impacto en el

https://t.me/IcariaPatrimonio

fondo. Y salía en portada; duro golpe para Partners Group. Esto resume muy bien cómo funciona la industria. Mercados privados hace seis meses eran lo más, luego no y luego volverán a ser lo más.

Lo importante es saber cómo funcionan, lo que hay detrás, entenderlo y aislarte del ruido. Yo entiendo que la gente lea y piense que ese fondo le va a caer. La realidad es que Partners Group te hace en marzo -0,4% y el MSCI World -5%. La gente te dice que las valoraciones están suavizadas. Nosotros salimos, redujimos con fuerza Partners Group, saliendo en beneficio y nos dieron esa valoración. No nos dijeron que esa valoración no valía. Me hace gracia porque conozco muy bien la industria desde dentro, he invertido en Private Equity los últimos 10 años y sé muy bien cómo funciona. Obviamente no todo es genial, igual que cualquier categoría, tiene sus puntos buenos y sus puntos malos, pero desde luego no es la imagen que se transmite, ni muchísimo menos. Nosotros, en el Family-Office que gestiono, tenemos una inversión en Waterland, que es una gestora de Private Equity europea de fondos cerrados, de los que inviertes a 10 años. Invertimos en el año 2023 y llevamos una TIR neta del 38%.

En el último comité, hablaba del vencimiento de deuda, de que los fondos de Direct Lending podían tener problemas, muchísimo antes de que los tuviesen. Lo importante es que cuando pasen cosas, remangarse y comprobarlo de verdad, porque hay veces que sí pasan cosas y hay que estar encima.

En abril no haremos ningún cambio importante, la cartera está funcionando bien. Parte de los mercados se han recuperado con respecto a lo que pasó en marzo. Aún nos faltan bastantes fondos por publicar su Valor Liquidativo, pero es cierto que todo lo que sabemos por ahora ha ido muy bien. **Ahora mismo, el Liquidativo de abril tiene buena pinta**, pero hay que ser prudente y esperar. En la carta mensual hice un ejercicio que a los partícipes les va a gustar. Consta de dos partes. Una hablando sobre datos objetivos de mercados privados para que la gente entienda el contexto y vea realmente la foto real, sin ser tan sensacionalista.

Y luego hice un repaso de varias páginas sobre Brevan Howard; hablando un poco de la casa, dónde están y demás. Creo que a la gente le va a gustar mucho ese repaso. Hablo de todos los gestores que siguen al frente, que de media acumulan en Brevan una media de 15 años o más. Y lo que ha hecho Brevan, como todas las grandes casas y todos los

https://t.me/IdeaPatrimonio

grandes fondos, absolutamente todos, tienen sus baches. Azvalor ahora mismo, que es uno de los fondos mejor considerados, tuvo un periodo de tres o cuatro años donde era uno de los fondos más odiados, sin ninguna duda, en España. Todos los fondos pasan por esas etapas.

Es cierto que Brevan Howard no ha atravesado por una etapa como la de Azvalor, que tuvo un drawdown del -50%, pero sí ha atravesado una etapa en los últimos tres años en la que sus *peers*, sus fondos comparables, han hecho mejores rentabilidades. Eso es cierto. Entonces, hago un repaso a la trayectoria de todos los gestores que están al frente, quiénes son, qué hacen, de dónde vienen, y es brutal. Hay gestores que no han tenido un año negativo los últimos 15 años. Gestores que en el año 2020 tuvieron una rentabilidad del 99%. Para el que no lo sepa, **Brevan Howard funciona del siguiente modo**; imaginad que hay 30.000 millones. Se reparten esos 30.000 millones por slots. Hay 150 gestores, aproximadamente, y cada gestor tiene asignado un capital. En sus orígenes no estaba tan diversificado en talento. Las cabezas más visibles retenían más capital que ahora. Personalmente, veo mejor el esquema actual, que el capital esté repartido entre muchos gestores. Y si has tenido unos años un poco más flojos, actúan.

Lo que han hecho ha sido coger los fondos que tenían, además de Brevan Howard Master Fund, que es su fondo más importante en el que estamos invertidos. Han cogido a los mejores gestores y les han dicho; "no vamos a aceptar más capital en tu fondo". A otros le han dicho; "vamos a cerrar tu fondo y vamos a concentrar todos los recursos en el Master Fund". Han cogido al gestor estrella, que es Fash Golchin, y le han dado 11.000 millones a él, de los 30.000 millones totales. Y le han dicho; "venga, haz tu magia." El resto, llevan ahí 15 años o más. Se reparten el resto del capital y tienen un montón de gestores a su cargo, analistas, etcétera. Brevan Howard es una gestora gigantesca. Y a mí me gusta mucho ver que, pesar de que es una gestora que gestiona tantos miles de millones y los socios tienen la vida solucionada, no se quedan de brazos cruzados.

Por último, en lo relativo a la perspectiva macro actual. Ha salido Warren Buffett diciendo que es el mercado más especulativo que recuerda. Su volumen de cash respecto a activos está prácticamente en máximos históricos. Ha salido Druckenmiller, el mejor gestor macro del mundo, diciendo que **quien compre el S&P 500 hoy, de aquí a 10 años vista probablemente pierda dinero**. Han salido Ray Dalio o Paul Tudor Jones diciendo exactamente lo mismo. Los grandes inversores son unánimes. No hay diferentes

https://t.me/IcariaPatrimonio

visiones. Howard Marks ha salido también hace dos semanas diciendo exactamente lo mismo. **Una cosa es ser catastrofista y otra es ser realista.** Que el mercado no caiga no significa que la macro esté bien. **El mercado puede permanecer irracional muchísimos más años**, por eso ponerte corto del mercado no es aconsejable, pero los datos son los que son. Y lo que llevo hablando tantos meses, sobre la economía en forma de K, donde la clase media no llega a final de mes, está absolutamente ahogada, y quien sostiene el consumo es la clase alta. Esa es la realidad.

A pesar de todo, hay que permanecer invertidos, ya que adivinar cuándo va a caer el mercado es imposible. Ese es también uno de los mayores aprendizajes de mi carrera profesional. Hay que ser realista, y atenerse a lo que realmente ocurre. Citando a los mejores inversores del mundo, igual la gente más escéptica cree que, como mínimo, hay que ser prudente.

Volviendo a Icaria Patrimonio, actualmente podríamos tener más de 40 fondos en cartera. Alguien podría decir que no tiene sentido diversificar en tantos fondos. Esa crítica puede tener cierto sentido cuando todos son iguales, o cuando no tienes acceso al universo de fondos que tiene acceso Icaria Patrimonio. Eso que es así. **Por ejemplo, en la parte de renta variable, tenemos cinco Hedge-Funds de Small Cap Americanas.** ¿Por qué tantos? Primero, porque no hay ni una sola posición que se repita. Y segundo, porque un Hedge-Fund de Small Cap americanas te puede hacer, en un mal mes, un -11%. De hecho, ha ocurrido varias veces. Entonces, cuando lo repartes entre varios, consigues que el comportamiento sea mucho más estable, que es como está siendo. Este es el motivo para repartir el capital en activos que tienen un mayor riesgo.

Además, **dado el grado de diversificación de Icaria Patrimonio**, donde tenemos unas 15 categorías de activos, lo normal es que tengas, como mínimo, 15 fondos. La realidad es que tenemos más.

Con esto, queda todo dicho por este mes. Muchas gracias a todos los partícipes y a todos los que estéis interesados.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Actualidad y preguntas

(19 de mayo de 2026)

https://www.youtube.com/watch?v=2nj65hQGTiI

Hoy hablaremos de macroeconomía y novedades de Icaria Patrimonio, y responderemos preguntas de los partícipes. **Me encuentro optimista de cara a abril**, pero el resultado lo sabremos la semana que viene. Los fondos de mercados privados no han reportado aún, y son una parte importante del fondo.

Los fondos cotizados han ido bien bien, la verdad. **En un solo mes, han recuperado toda la caída que tuvieron en marzo.** Brevan Howard, entre abril y mayo, prácticamente ha recuperado también la caída del -7% que tuvo en marzo, el peor mes en sus 23 años de historia.

El mercado se encuentra ahora mismo en tierra de nadie. Tras las caídas al inicio de la guerra, ha habido un rally espectacular, con varias semanas subiendo, y ahora mismo está en periodo de incertidumbre. Si nos ceñimos a la realidad del ciudadano, ahora mismo **tenemos los tipos de interés donde no estaban antes**, y eso es tremendamente incómodo. Alemania por encima del 3%, Estados Unidos a 30 años por encima del 5%, que es un nivel tremendamente incómodo. Lo más sorprendente es ver a Japón en el 4% después de décadas en el 0%. La tónica habitual de todos los países es que los tipos de interés están muy arriba ahora mismo, y **eso tiene implicaciones para la deuda de las familias, para las hipotecas, para absolutamente todo.** Si se siguen sosteniendo los tipos ahí arriba, empezaremos a ver las repercusiones, como sucedió en el año 2022.

Veía hoy en el Financial Times que Warren Buffett lleva desde el año 2023 con muchos trimestres consecutivos vendiendo más acciones que comprando y acumulando 400.000 millones en cash. Y comentaba en el comité del Family Office varias citas de Druckenmiller, Howard Marks, Ray Dalio, Paul Tudor Jones... **los mejores inversores del mundo, todos muy pesimistas para los siguientes 10 años en el S&P 500**, diciendo que comprando a estos niveles de valoración actuales, los retornos a 10 años van a ser negativos. Aspecto en el que coincido, porque básicamente estás comprando caro de forma objetiva. Y haciendo la analogía con la década de los años 2000, que también fue una década perdida, una década en la que la renta variable y las bolsas dieron retornos

https://t.me/IcariaPatrimonio

planos o negativos. Son momentos para la prudencia, ya he ido hablando de los motivos a lo largo de los últimos meses, no me baso en si hoy hace más calor o más frío.

Vamos con las preguntas y respuestas de los participantes del directo;

¿Puedes hablar de los fondos de beta condicional negativa que tenemos en Icaria Patrimonio? Además de Brevan Howard.

Brevan Howard realmente es un fondo de macro discrecional. Hay un equipo de 150 gestores que, en base a la macroeconomía, toman decisiones. Históricamente se ha comportado como un fondo de beta condicional negativa. En el año 2022 subió más de un 15%, en el año 2020 también, en el año 2011, en el año 2008, en momentos de shock de la renta variable, ha subido. Ha cumplido con creces su objetivo, pero no es un fondo de beta condicional negativa al uso. En cambio, tenemos TransTrend DTP, que sí es un fondo 100% de beta condicional negativa. Y tenemos también Campbell Absolute Return Offshore Fund, que es un híbrido entre un retorno absoluto y un fondo de beta condicional negativa. Está en terreno de ambos, en el punto medio. Y luego tenemos Winton Trend Fund, que es otro de los fondos de beta condicional negativa. Todas las gestoras que he mencionado, son top a nivel mundial, entre lo mejor de lo mejor. El objetivo es que si hay caídas sostenidas en los activos de riesgo, suban. Así ha ocurrido siempre, pero tienen que ser caídas sostenidas en el tiempo. No vale una caída de dos o tres semanas. Tienen que capturar tendencias. Por eso se llaman fondos Trend. Tenemos en torno a un 10% de Icaria Patrimonio en esos fondos.

¿Cómo y cuándo se calculan los valores liquidativos mensuales?. Quiero decir; el valor que vemos de cierre de mes, ¿que "retraso" tiene?

Alrededor del día 12 de cualquier mes, tenemos aproximadamente el 90% del valor liquidativo de Icaria Renta. Y en Icaria Patrimonio, alrededor del día 10 de cada mes, tenemos en torno al 65%, el día 17 ya tenemos en torno a un 80%. El día 23, ya casi todo. Y hacia el día 28, todo. Los últimos fondos que reportan suelen ser GSA Coral y Horizon Capital, pero es algo paulatino. Y nosotros reportamos con un mes de retraso. A finales de abril sale el valor de marzo, a finales de mayo saldrá abril, etcétera. Pero es cierto que alrededor del día 10 tenemos una foto muy precisa en Icaria Renta y bastante aproximada en Icaria Patrimonio.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Si se diera una inflación como el año 2022 hasta el 6-10%, ¿cómo se comportaría Icaria Renta? ¿Sería capaz de cubrir esa inflación, subiría menos, o caería?

En Icaria Renta, no me preocupa un escenario de ese tipo. Cuando hay inflación, el mayor riesgo en renta fija está relacionado con la duración, que no es exactamente el vencimiento, pero podemos decir a grandes rasgos, de forma un poco chapucera, que sí. Es decir, cuándo vencen los compromisos de deuda. En Icaria Renta prácticamente todo son vencimientos a muy corto plazo. Una inflación o subidas de tipos no le afecta demasiado. En marzo, los tipos subieron bastante e Icaria Renta no se vio afectada. Fondos conservadores han caído entre un 1,7% y un 3% e Icaria Renta apenas un 0,4%. No es un escenario que me preocupe, y en el largo plazo incluso beneficiaría, porque nos moveríamos un poco de los activos menos afectados a los más afectados cogiendo algo más de yield. Como nos entra dinero todos los meses, vamos comprando a yields superiores. Es un fondo que está preparado para ese escenario, porque es muy conservador.

En el caso de Icaria Patrimonio, tampoco es un escenario que me preocupe. Los Hedge Funds en un escenario inflacionario lo han hecho muy bien históricamente y entiendo que seguirá siendo así. Tenemos activos reales que se ven muy mitigados. Nuestra exposición a deuda no está casi nada relacionada con los tipos de interés. Tenemos deuda frontera de muy corto plazo, eso es todo carry, casi no le afectan los tipos. Tenemos Catbonds y tenemos bastante deuda tipo flotante, no afectaría prácticamente nada a la parte de deuda. A la parte de renta variable probablemente sí, no es un escenario muy favorable. A la parte de Private Equity la afectaría menos que a la de renta variable. Y al resto de los fondos, la verdad, no veo que fuese un impacto relevante. Si llega un año 2022 tampoco me preocupa mucho su impacto en Icaria Patrimonio.

Felicidades por la acertada decisión de pasar a la Clase en Euros de Brevan Howard. También me gustaría saber si seguimos invertidos en Sigma Internacional, que se mencionó en uno de estos vídeos.

Más que acertada, que lo es, es que Brevan Howard nos lo permitió, ya que inicialmente pedía un mínimo de 20 millones para entrar en esa clase, que no los teníamos. Nos permitieron hacer el cambio, que lo hicimos en el peor mes posible, porque el mes que hicimos el cambio, subió el dólar contra el euro, y eso nos habría beneficiado. No fuimos

https://t.me/IcariaPatrimonio

afortunados con el timing ahí. Pero a largo plazo es una decisión correcta, no tengo dudas, con menos exposición a dólar.

Sobre si seguimos invertidos en Sigma Internacional, sí, estamos en la clase limpia, la clase Z, la más barata de comisiones. Todo el mundo sabe que soy buen amigo del gestor, Gabriel Castro. Es una persona que conozco muy de cerca y considero que es uno de los mejores fondos para tener en cartera. Sigma invierte en compañías baratas, pero al final tienes cierto sesgo a emergentes, energía, materias primas y todo tipo de compañías. Me gusta tener en cartera ese perfil de compañías, sin tener un fondo que sólo invierta en es. Sin duda, Gabriel aporta mucho. Sobre todo lo que quiero es que los fondos no se solapen, que no compartan compañías. Y las compañías que tiene Gabriel en cartera no están en el resto de las carteras, lo cual es muy positivo para nosotros.

¿Tienes previsto en algún momento flexibilizar las condiciones para reembolsos en Icaria Patrimonio e Icaria Renta?

Esta es una pregunta recurrente. En el caso de Icaria Renta, sí está previsto. No sé cuándo, pero pasará a reembolso mensual, porque con la volatilidad y liquidez que tiene, no tiene sentido dejarlo trimestral.

En cambio, Icaria Patrimonio es un fondo patrimonialista. Es como tener un fondo cuya estructura es replicar un Family Office. Icaria Patrimonio es lo que llevo haciendo 10 años para esos clientes de más de 100 millones. Por ese perfil patrimonialista, para mí no tiene sentido que las retiradas sean mensuales. Todo aquel que necesite una liquidez de más corto plazo, Icaria Patrimonio no es su fondo.

Para invertir en Icaria Patrimonio hay que tener un horizonte de inversión de al menos tres años. Para invertir en renta variable debería de ser al menos siete años. Deberías de estar invertido al menos ese plazo. La gente se toma muy alegremente su horizonte de inversión, luego pasan dos meses y te vas de un fondo a otro. Nosotros no hacemos eso con los fondos en los que invertimos, y desde luego, no es lo correcto.

La liquidez trimestral es una medida para mitigar que suceda eso. Habrá algún momento que algún partícipe se vaya de Icaria Patrimonio, puede tener sus circunstancias personales. No buscamos captar el mayor capital y patrimonio posible, sino que el proyecto sea lo mejor y más estable posible. Esa es la prioridad.

https://t.me/IcariaPatrimonio

En relación a la geopolítica y sus derivadas en la inversión, ¿qué te parece la curva de tipos y el efecto en torno al cambio en la cúpula de la Reserva Federal?

Lo he dicho antes cuando hablaba de la macro. Terrible, la verdad es que ahora mismo veía el Euribor al 2,8%, después de estar al 1,82%. Una subida importante, que tiene implicaciones para todo; hipotecas, préstamos, pagos de tarjetas, todo. Y es preocupante los niveles en los que están cotizando ahora mismo los tipos de interés de todos los países. Es muy importante que se solucione la guerra de Irán y caigan, porque a los niveles actuales es preocupante la situación, sobre todo para el ciudadano de a pie, que va a sufrir las repercusiones directas. La vida va a ser más cara. Eso es lo que más me preocupa, porque veo a las familias en una situación muy vulnerable ahora mismo. Si empeoras las condiciones crediticias y vuelves todo un poco más caro, te deja una situación bastante complicada.

¿Hay algún fondo de AQR dentro de Icaria Patrimonio?

Sí, tenemos un fondo de AQR y estamos en conversaciones para incorporar el que para mí es su mejor Hedge-Fund. Tenemos actualmente el AQR Alternative Risk Premia Fund, que tiene una parte destinada a invertir en compañías baratas, otra parte destinada a invertir en carry, y más. Es un fondo que hace diversas estrategias y que encaja bien en la parte de retorno absoluto con sesgo a bolsa. Es un retorno absoluto tramposo, no es un fondo defensivo ni muchísimo menos. Es un fondo bastante dinámico, tanto o más que la bolsa. Encaja muy bien por diversos aspectos, por su correlación con el resto de la cartera, por el tipo de estrategia que tiene dentro, que no hay ningún otro fondo que la replique, básicamente con todo lo que buscamos.

Como tengo mi cartera 50/50 entre Icaria Patrimonio y Return Stacked Offroad y River Patrimonio, ¿cuál es tu perspectiva sobre la complementariedad de ambas estrategias?

Pues la complementariedad es absoluta, porque Offroad es un fondo más agresivo, es un fondo que está apalancado. Es una película diferente a Icaria Patrimonio. Offroad invierte en el SP500 e indexación europea últimamente. Entonces, básicamente está la parte de renta variable indexada y la parte de renta variable de Icaria Patrimonio, que no está indexada. Tienes diferentes formas de invertir en bolsa. Y luego todo lo demás. La verdad es que es bastante diferente. Son dos fondos que se complementan muy bien. Offroad es

https://t.me/IcariaPatrimonio

más dinámico e Icaria Patrimonio es más conservador. Son un buen complemento porque no tienen mucho que ver, son dos fondos bastante diferentes.

¿Escenarios posibles de inflación?

Yo sólo veo posible una inflación del estilo de la de 2022, donde suba el coste energético, materias primas y demás, que suba el coste de la vida. Una inflación de costes, de bienes, de servicios. Una inflación que haga que sea más difícil ahorrar. Es crítico que se resuelva la guerra de Irán, para que se normalicen tipos de interés y den un poco de respiro a las familias, a la gente.

Me gustaría saber la distribución de los pesos actuales de Icaria Patrimonio.

A cierre de marzo teníamos menos de un 5% en liquidez, un 20% en Deuda, un 10% en Activos Reales, un 15% en Hedge Funds, un 15% en Private Equity, un 30% en Renta Variable, considerando la parte de Long/Short que es un 9%. Es el posicionamiento a cierre de marzo, que ha variado ligeramente con respecto a finales de mayo que estamos hoy, pero los cambios han sido ligeros. Nunca hay grandes cambios. Lo que hacemos son pequeños ajustes. Los cambios llegarán entre mayo y junio en la parte más dinámica, en fondos de Infraestructuras, Activos Reales, mercados privados en general.

¿Estos fondos están disponibles en MyInvestor?

No. Sólo están disponibles en Andbank. Buscamos que sea un proyecto minoritario, no buscamos llegar a la máxima gente posible. Buscamos que sea un proyecto patrimonialista a largo plazo, de ahorradores con un perfil ligeramente conservador, que tengan ahí su patrimonio como lo tengo yo mismo. No busca ser un proyecto tipo Cartera Permanente, donde tenemos 10.000 partícipes. Al estar sólo en Andbank, es mucho más fácil para nosotros conocer a todos los partícipes, y asegurarnos de que están alineados con la filosofía del fondo, porque si llega una persona que está interesada en invertir, pero vemos que no encaja en la filosofía del fondo, nosotros se lo decimos. Y la forma de tener el lujo de poder hacer eso, es que sea a través de Andbank.

A la hora de seleccionar Hedge Funds, ¿buscas una allocation concreta a X estrategias, o simplemente que se comporten distinto aunque todos sean, por ejemplo, Long-Short?

https://t.me/IcariaPatrimonio

La parte de Hedge Funds busco que no sea más de un 15%, idealmente. Es cierto que no meto los Long-Shorts de bolsa en Hedge Funds, porque no considero que sean Hedge Funds. Considero que son fondos de bolsa con un sesgo conservador, ya que al final invierten en compañías. Dentro del 15%, busco que haya una mezcla entre fondos de beta condicional negativa, que serían los fondos de CTA o Trend, busco que haya Retorno Absoluto y busco que haya Macro Discrecional, que sería el caso de Brevan Howard y alguna estrategia de volatilidad, que son coberturas para que si el mercado cae, suban. Es lo único de lo que tienes la certeza absoluta. En el caso de la exposición a volatilidad es 100% cobertura.

¿Estás valorando incorporar fondos con "poco" track record en el pool de fondos que comentaste? ¿En qué te fijas para diferenciar "suerte" de habilidad, aparte de la rentabilidad?

No. No lo valoro. La mayor parte no. Todos los fondos que tenemos son fondos extraordinarios, que puede ser que el fondo tenga poco track record, pero el equipo gestor sí tenga un track record tremendamente extenso. Eso es un requisito indispensable. Todos los fondos que estoy analizando ahora son fondos con trayectorias de décadas haciéndolo bien en su categoría y, sobre todo, que generen alfa. El alfa no lo medimos contra la bolsa, sino contra cada categoría.

Invertimos en fondos de renta fija o de deuda que generan mucho alfa, pero de forma objetiva, lo mides contra la categoría. Lo mismo pasa en la parte de Hedge Funds o de Activos Reales. Cada fondo que incorporamos, debe generar alfa con respecto a sus comparables. Y en la parte de renta variable, también. Lo que buscamos es que dentro de cada categoría, las cosas se midan contra lo que corresponde. No se nos ocurre coger la categoría Hedge Funds y decir que no genera alfa porque sube menos que la bolsa. Si hiciésemos eso, estaríamos muy perdidos en saber cómo funciona el mundo de la gestión de patrimonios. Buscamos tener el comportamiento deseado en los momentos que es oportuno tenerlo y que respecto a la competencia, lo hagan bien.

Si actualmente tenemos poca exposición a "Big Caps" por la sobrevaloración de sus múltiplos, ante una eventual recesión en la que las valoraciones se normalicen, ¿incluirías exposición indexada o a través de fondos activos?

https://t.me/IcaraPatrimonio

Tendremos apenas un 2% o menos de Big Caps. No contemplo exposición indexada para Icaria Patrimonio. Creo en ella, por supuesto, se nota en Cartera Permanente. Pero creo que en el momento actual, las grandes oportunidades no están en la gestión indexada. Puede seguir haciéndolo bien, porque el mercado es así, pero recuerdo leer en profundidad sobre cómo todo el mundo se reía y cachondeaba de Warren Buffett antes de la crisis del año 2000, diciendo que se le había olvidado invertir, porque decía que el mercado estaba muy sobrevalorado y el mercado siguió subiendo dos o tres años más. Eso es así. No por el hecho de que algo suba, significa que no esté caro. Es que hay formas objetivas y tangibles de medirlo. Y desde cualquier ángulo posible, los fondos indexados están caros. Entonces, los retornos futuros, estadísticamente, van a ser más bajos que los retornos recientes.

La rentabilidad en bolsa en 100 años ha sido del 9%, y ahora es del 14% si coges los últimos 15 años. Todo eso que te has llevado de más, en algún momento, te lo llevarás de menos. Es básicamente cómo funciona la inversión y ese es el motivo por el que yo en Icaria Patrimonio ahora mismo no incorporaría gestión indexada.

¿Valoras incluir renta fija gubernamental en Icaria Patrimonio?

La verdad es que no. De incluirla sería en un porcentaje del 2-3%, pero ahora mismo no es algo que esté valorando, porque la realidad es que si pasa algo gordo en la renta fija gubernamental, como tenemos oro, estaríamos cubiertos en ese escenario de cola, en ese Cisne Negro. Es cierto que al final los Estados son dueños de la moneda y pueden imprimir de forma indefinida, pero yo creo que hay ciertos límites que estamos cercanos a ver.

¿Es más recomendable Icaria Patrimonio o Icaria Renta, tal y cómo está la cosa?

No es más recomendable ni uno ni otro, pero ni entre ellos ni con respecto a ningún tipo de estrategia. Lo recomendable es lo que más se ajuste a tu perfil. Para toda aquella persona que no quiera tener exposición a riesgo y que quiera algo muy conservador o nunca haya invertido y quiera empezar a hacerlo, Icaria Renta es el fondo menos volátil que gestiono, con muchísima diferencia. Y pocos fondos hay que con esa volatilidad, tengan esa rentabilidad.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio es otra película, es más para gente que quiere rentabilizar sus ahorros a largo plazo, con un camino razonablemente estable, bastante más estable que el que supondría invertir en bolsa, a pesar de que es históricamente el activo más rentable.

Todo depende de las circunstancias de cada persona. Habrá personas a las que no les encaje ninguno de los dos, por lo que sea. Es importante que cada uno entienda bien su situación y diseñar la cartera se adapte a lo que él necesita. Nosotros tenemos clientes que no están invertidos ni en Cartera Permanente, ni en Icaria Patrimonio, ni en Icaria Renta, ni en Offroad, y simplemente tienen una cartera de fondos de terceros extraordinarios. Esa es otra de las posibilidades que también ofrecemos, porque por suerte tenemos acceso a la plataforma de Inversis, que tiene prácticamente todos los fondos que se comercializan en España, y se pueden hacer carteras muy buenas, con fondos de terceros.

Lo primero que hay que especificar es qué objetivos tienes para cuando necesites ese dinero y qué caída estás dispuesto a sufrir. Porque al principio parece que una caída fuerte se pasa de forma cómoda, pero cuando llega la caída y no ves la remontada, se pasa peor de lo que parece.

Teniendo en cuenta que un posible superciclo de materias primas podría invertirse en uno de los grandes drivers macro de los próximos años, Icaria Patrimonio tiene actualmente alguna estrategia o fondo específico, más allá de exposiciones indirectas que ya puedan existir vía oro o real assets, o prefiere mantener una posición más neutral sobre el tema?

Sí que tiene cierta exposición a materias primas, a través de diversos fondos o de la renta fija *non-rated*, tiene cierto sesgo al sector. ¿Hay algún fondo con bastante exposición a materias primas? Sí lo hay. Ahora, esto es como todo. Justo ahora todo el mundo quiere tener materias primas porque es lo que mejor lo ha hecho en los últimos dos años, pero hace tres años nadie quería. Soy razonablemente optimista con las materias primas y por eso hay cierta exposición en cartera, pero tampoco hay que volverse loco, hay que tener mucho cuidado con las modas.

En Cartera Permanente, ¿por qué usas el fondo de iShares MSCI USA, que es replica sintética?

https://t.me/IcariaPatrimonio

Porque es más eficiente en costes. iShares es la gestora más grande del mundo y nos permite eficiencia en costes. El riesgo regulatorio, para mí es cero. Lo que buscamos en la Cartera Permanente y el resto de fondos es optimizar costes.

¿Tienes previsto cambiar algo en Icaria Renta, o de momento no?

No. Icaria Renta iba a nacer con una expectativa de rentabilidad de un 4,5% después de comisiones, que era tremendamente ambicioso. Ahora rondaremos el 4,25%. No hay cambios previstos. La cartera está como quiero que esté. Durante unos cuantos mesecillos, la verdad que le destinamos una buena cantidad de horas, pero ahora estamos más tranquilos ahí.

¿Cuál sería el comportamiento esperado en caso de subidas de tipos? Al no haber deuda gubernamental, y mucho de Activos Reales, podría aguantar bien el tirón. No sé si la Deuda Privada estaría muy golpeada.

Sí, sí. Al final, la parte de deuda que tenemos (Cat bonds, exposición a tipos) le beneficia porque reinvierte las primas a tipos más altos. En Mercados Frontera, lo que pase con los tipos en Europa y Estados Unidos es irrelevante para lo que pueda pasar en los países frontera. Sobre todo en divisa local, otra cosa si fuese Hard Currency, ahí sí. La parte de Real Assets me preocupa cero. No es un escenario que me preocupe, ni muchísimo menos.

¿Me puedes comentar sobre la Clase Z de Icaria Patrimonio e Icaria Renta?

Para todo aquel que tenga con nosotros en Andbank al menos 100.000 € invertidos, se puede invertir en Icaria Patrimonio y Icaria Renta desde 50.000 €. Es una característica que pusimos porque mucha gente nos lo pedía. Si tenéis cualquier duda, nos preguntáis por privado.

¿No ves riesgo en la réplica sintética con respecto a la réplica física en fondos indexados?

No veo riesgo, la verdad. Para mí es una forma optimizada de tener exposición. No me preocupa. Al final el iShares MSCI USA es un ETF tremendamente eficiente. Ahí estoy muy tranquilo, siendo yo bastante intranquilo. Siempre que veo alguna señal rara, créeme

https://t.me/IcariaPatrimonio

que trabajo hasta llegar al punto de tranquilidad. Así que, si yo estoy tranquilo, es buena señal.

¿Qué opinas de las dudas que se han generado últimamente sobre la inversión en Private Equity?

En la carta de este mes lo dejo bastante claro. Creo que es como todo. Sea Private Equity, sea bolsa, sea renta fija, sea deuda gubernamental, sea lo que sea, todas las categorías pasan por periodos en los que todo el mundo habla mal de ese activo. No hay ninguno que se libre. La narrativa de Private Equity, mercados privados, con alarmismo y tal, atrajo muchas visitas, tanto a los medios financieros como a los blogs y redes. Creo que hay motivos para ser cautos, al igual que los hay en renta variable, hablé de ello en octubre, muchísimo antes que los medios. Comenté que en Private Equity cuidado con ciertas añadas, en Direct Lending igual, esto ya en octubre. Y la gente empezó a hablar del tema, en febrero Opino que se exageró, que hay motivos para tener cautela, pero desde luego no al nivel que se habla.

En Direct Lending, en los fondos más perjudicados, entre los que están los de Blue Owl, la pérdida estará en torno al 15-20% al final, para un fondo que ha dado una rentabilidad anualizada del 10%, que es la rentabilidad anualizada que da la bolsa. La bolsa en un momento de crisis te cae un 40-50%. Aquí estamos hablando de algo que puede caer un 15-20%, no me parece para tanto. Evidentemente a la gente que está invertida no le agrada perder, pero entra dentro del guión. Al final, cuando invertimos en activos que pueden generar un 10%, tenemos que tener claro todos que son activos que pueden caer.

Creo que ha habido muchísimo sensacionalismo por las visitas, y que luego la realidad no es ni de lejos como nos la pintan. De hecho, ya lo dije en marzo; la parte de Icaria Patrimonio que mejor se comportó, con muchísima diferencia, fue la de mercados privados. Si Icaria Patrimonio fuese todo mercados privados, en marzo habría subido. Con esto te lo digo todo.

Y en Private Equity, es cierto que ahora mismo con el entorno macroeconómico y de tipos de interés, no es el entorno más propicio para hacer deals o exits. El contexto macro no es el ideal, es un hecho. Pero yo hablo con las gestoras y preocupadas no están, eso lo puedo garantizar. Sobre todo las europeas, algunos no saben ni de qué les

https://t.me/IcariaPatrimonio

estás hablando cuando les hablas de problemas. Tiene mucho que ver con cómo llega la información de sesgada.

Repito, hay cosas que pasan que son las que llevamos hablando tiempo, pero nada que no veas en otros activos. Si analizas un fondo de renta fija high yield, vas con cautela porque cotiza con spreads en mínimos. Si analizas un fondo de renta variable, vas con cautela porque estás comprando prácticamente en máximos históricos de PER de Shiller.

¿Cuáles son las aportaciones mínimas adicionales para Icaria Patrimonio e Icaria Renta?

No hay aportación mínima adicional. Una vez dentro, puedes invertir adicionalmente desde 1€.

¿Cuál va a ser el comportamiento que esperas de Icaria Patrimonio para este año?

Razonablemente bueno. Es cierto que salimos con un posicionamiento neutral y teníamos un potencial de rentabilidad en torno al 8-9%, que es más o menos donde íbamos mes a mes. Ahora tenemos un posicionamiento defensivo, entonces la expectativa de rentabilidad es algo más baja, porque creo que es lo correcto. Es cierto que en Icaria Patrimonio nunca vamos a tomar decisiones para pasar de un objetivo de rentabilidad del 8-10% a uno del 5%. Eso nunca va a suceder. Las bandas en las que nos movemos son muy pequeñas, por lo que si el mercado sigue subiendo estaremos razonablemente contentos, ese es el punto. Pero la expectativa de rentabilidad es más baja porque la cartera está en un posicionamiento bastante más protegido, más defensivo, más adaptado a las circunstancias actuales. Pero si los mercados se comportan bien, la rentabilidad será buena. Claro, depende de lo que haga Trump, de la guerra, de las materias primas, de los aranceles...

Abril va a ser bueno, porque la parte cotizada está en máximos históricos, por encima de marzo. Veremos la parte privada. Icaria Patrimonio es un fondo que busca dar los retornos de la manera más estable posible. Va a dar un retorno razonablemente bueno en base al contexto. No va a dar el retorno que te pueda dar un fondo hiper growth en un año bueno. Imagínate que este es el año de materias primas, pues no te va a dar el retorno que va a dar materias primas. Pero claro, tampoco te va a pasar nunca lo que le sucedió a ARK, que cayó un 70% desde máximos y ahí sigue. Y tampoco te va a pasar lo

https://t.me/IcariaPatrimonio

que puede pasar con las materias primas, que te puede caer un 80% sin despeinarse. Eso no va a pasar jamás. Esto sí que lo digo con la mano en el fuego y no me quemo.

Icaria Patrimonio es filosofía Cartera Permanente; suceda lo que suceda, tendrá un comportamiento razonablemente bueno. Ese es el objetivo; nunca ser el primero, nunca ser el último, siempre estar en la parte satisfactoria de la ecuación.

¿Vas a sacar la parte dinámica de Icaria Patrimonio como un fondo por sí mismo?

Esta ya me la hiciste muchas veces. La respuesta es que no, como mínimo, hasta que venga una crisis. Porque yo con mi conciencia y mi responsabilidad no soy capaz de sacar un fondo que tenga sólo la parte dinámica, ya que yo no invertiría mi dinero en un fondo que tuviese esa volatilidad. Entonces, no puedo tener un fondo bajo gestión en el que yo no invertiría mi dinero. Y si hubiera una crisis fuerte, ¿Icaria Patrimonio se adaptaría a esa crisis y rotaría a un comportamiento más dinámico? No, no va a tener un comportamiento tan dinámico. Icaria Patrimonio busca dar rentabilidades parecidas a las de la bolsa en periodos de un ciclo económico completo, pero con muchísima menos volatilidad y drawdown, pero no va a tener sólo la parte más dinámica. Va a seguir siendo un fondo muy consistente.

Si hay una recesión, dará rentabilidades por encima del 10%, probablemente. Pero la parte más dinámica va a dar rentabilidades bastante superiores a eso, porque hay fondos que tienen mucha beta. Un fondo como AltaFox tiene una rentabilidad anualizada del 30%, porque son muy buenos y porque tienen una beta al mercado muy alta. Cuando el mercado sube, tiende a subir con más fuerza. Si tú coges solo la parte dinámica de Icaria Patrimonio, pues vas a tener una beta al mercado superior a la estándar. Eso quiere decir que la parte más dinámica de Icaria Patrimonio, si funcionase por sí sola y viene una recesión, caerá lo mismo o incluso más que la bolsa. Por eso ahora mismo no me parece el momento para hacerlo, porque tengo el requisito de que no puedo estar gestionando algo en lo que yo no invertiría. Y como yo no invertiría ahora mismo en eso, pues no puedo sacarlo.

Si tenéis cualquier duda, ya sabéis que contestamos todo tipo de mensajes tanto en redes sociales como por correo electrónico. Preguntadnos sin compromiso.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Icaria Patrimonio FIL

(Fondos por categoría - mayo de 2026)

📈 **Renta Variable - 22 %**	Turtle Creek Alta Fox Opportunities Fund Sohra Peak Indépendance et Expansion Europe Small Laughing Water One Main Capital Voss Capital Sextant Quality Focus Driehaus US Micro Cap Elliott Associates LP Fund Sigma Internacional Z
🏠 **Private Equity - 15 %**	Partners Group Value SICAV Hamilton Lane Private Equity Fund Goldman Sachs Vintage Funds
🔢 **Macro / CTA - 10 %**	Brevan Howard Master Fund Limited Transtrend Diversified Trend Program Winton Trend Fund
♎ **Long/Short Bolsa - 9,5 %**	Man Alpha Select Alternative Ardtur European Focus Absolute Return Jupiter Merian Global Equity Absolute Return BlackRock Systematic Asia Pacific Equity Absolute Return Pictet TR - Atlas
🚋 **Activos Reales - 9 %**	GSA Coral Student Portfolio Hamilton Lane Infrastructure Fund Tactile Fund ETF Oro Físico
⚖️ **Retorno Absoluto - 6 %**	Campbell Absolute Return Offshore Fund Pictet Sirius DNCA Invest Alpha Bonds AQR Alternative Risk Premia Fund
⛑️ **Volatilidad - 6 %**	Assenagon Alpha Volatility
💸 **Trade Finance - 5 %**	Horizon Capital Fund Allianz Working Capital
🦭 **Cat Bonds - 4,5 %**	Fermat Cat Bond Fund Institutional SCOR ILS Fund - Atropos Catbond
🌎 **Deuda Frontera - 4,5 %**	Global Evolution Frontier Markets
📸 **Crédito non-rated - 3 %**	Valvest Steady Income Fund Aegon ABS Opportunity Fund
💰 **Repo, pagarés y cash - 3 %**	Urbaser, Técnicas Reunidas, Talgo (etcétera…)
🌐 **Microfinance - 2,5 %**	BlueOrchard Microfinance Fund

https://t.me/IcariaPatrimonio

Críticas adicionales

Crítica de Hugo (miembro del grupo de Telegram)

(respuesta del gestor, en color azul)

Una duda que me surge es; ¿cómo conseguimos entrar a fondos con mínimos tan elevados, con tan sólo 24 millones de patrimonio total?. Sé que tenemos el contacto del Family Office, pero entiendo que son cuentas totalmente independientes y no deberían "apoyarse" entre si (como me pasa a mí con mis cuentas autorizadas, digamos). Asimismo, si esto derivara sólo del contacto del Familiy Office, si eventualmente Carlos se moviera a otro Family Office o entidad, ¿eso podría afectar al acceso a los fondos?

Muy buena pregunta. Mi relación con las gestoras es institucional. Como gestor, me permiten agrupar los fondos que gestiono. Es cierto que ha habido excepciones donde no, pero han sido una minoría muy escasa. Ten en cuenta que en mi caso, muchas relaciones tienen más de 10 años. Estoy negociando con el Family Office por 5 años más de duración (vamos haciendo contratos por periodos largos). Ya estamos en la fase final de la negociación (la pelota está en mi tejado) por lo que debería ser cuestión de días/semanas. Respecto a cambiar de entidad, no barajo ningún otro banco que no sea Andbank. Conozco muy bien el sector y, sin duda, es el lugar donde estar. No es perfecto (ningún banco lo es), pero sin duda es la mejor opción de todas las posibles. Por cierto, estamos más bien en 26 millones. Los 24 quedaron atrás en abril 💪🏻

Muchas gracias. No me refería a cambiar en Andbank, me refería justo al Family Office. Pongamos que en 5 años no vuelves a renovar, o que los dueños quieren cambiar radicalmente la política de inversión y comprar inmuebles (por decir una tontería). Es decir, pongamos que por el motivo que sea, el Family Office desaparece de la ecuación. ¿Qué occurriría en ese caso con el FIL, donde la mayoría de posiciones alcanza el mínimo gracias al Family Office? ¿Habría que liquidar la cartera y no podría seguir funcionando, al menos tal y cómo está montada ahora?

En el Family Office ya compramos inmuebles. Tenemos una cartera para promover bastante grande (unos 100 millones en ventas). Mi padre es el director de inversiones inmobiliarias (llegó después de mi) y yo estoy en la otra parte. Lo que planteas es un

https://t.me/ClaroPatrimonio

escenario poco probable. Además, dentro de 5 años el FIL probablemente tenga el tamaño apropiado para cerrarlo. Dicho esto, veo imposible que nos manden salir de ningún fondo. En Partners Group hemos reducido, quedándonos por debajo del mínimo de la clase institucional, y seguimos en ella sin problema. Las relaciones que tengo con las gestoras son relaciones personales y directas, eso es un punto importante.

Lo de los inmuebles era una tontería que se me ha ocurrido. Era básicamente por estar seguro de que ante el eventual (e improbable) escenario en el que el Family Office desapareciese, saber que estamos “blindados” y no nos pueden obligar a liquidar forzosamente todas las posiciones, por no llegar al mínimo exigido de cada fondo (parecido a cuando un particular da una orden de suscribir el FIL por 100.000€ y automáticamente después vende 99.000€, porque su exposición deseada era 1.000€ pero por mínimo de entrada no podía conseguirlo). Comento esto especialmente por la parte de Renta Variable, donde hay más variedad de fondos. Entiendo que estamos muy lejos de los mínimos si contamos sólo con el FIL (Turtle Creek y similares)

Lo entiendo. Pero ese escenario no me preocupa nada, la verdad. Las relaciones en este mundo importan, y mucho. Una gestora que conoces de hace muchos años no te hace eso. Es verdad que estamos lejos de los mínimos únicamente con el FIL, aunque cada vez menos lejos.

Entendido, ¡gracias!

https://t.me/LaCriaPatrimonio

Análisis - Man Alpha Select Alternative

(el alternativo UCITS que sí cumple)

https://icariacap.substack.com/p/man-alpha-select-alternative-el-alternativo

Antes de empezar os lanzo una pregunta; **¿Cuántos fondos europeos crees que llevan trece años seguidos generando un Sharpe ratio por encima de 1,2, con un drawdown máximo inferior al 5%, atravesando el Brexit, la pandemia, la guerra de Ucrania, la peor caída de bonos de la historia y la subida de tipos más violenta en cuarenta años?**

La respuesta es muy pocos. Y uno de ellos lleva meses en la cartera de Icaria Patrimonio FIL.

Se llama **Man Alpha Select Alternative**, lo gestionan dos británicos discretos desde una oficina de la City llamada GLG Partners, y prácticamente nadie habla de él. No aparece en los rankings de YouTube. Las redes lo ignoran. Los foros, idem. Si tecleas su nombre en Google, lo primero que sale es la propia ficha de la gestora.

Lo cual, no me parece raro. Me parece, en realidad, **una característica del producto**. Porque en este oficio se aprende rápido que los fondos que llenan titulares casi siempre son los que lo han hecho bien en el pasado reciente, los inversores tienen la extraña manía de perseguir rentabilidades sin alcanzarlas. Mientras tanto los que de verdad mueven la aguja, año tras año, sin sobresaltos, terminan en un rincón silencioso de las carteras institucionales.

Este es el artículo que llevaba tiempo queriendo escribir sobre el Man Alpha Select. No es el fondo más rentable que tengo en cartera, ni de lejos. No me hace ganar lo que me hace ganar el value europeo en un buen año, ni lo que me hace ganar un fondo de tecnología. Pero **es el que mejor cumple su trabajo**, y a veces eso es exactamente lo más difícil de encontrar.

Aviso desde el principio, no es para todos los perfiles. No es barato. Y, como veremos, tiene momentos del año en los que sufre. Pero, dentro de lo poco que hoy se puede

https://t.me/IcariaPatrimonio

llamar honestamente “diversificación”, se ha ganado el derecho a sentarse en la mesa de los grandes. Vamos al detalle.

Los dos hombres del fondo

En este oficio se aprende rápido a desconfiar de los equipos que cambian. En cualquier otra industria, la rotación de personal es signo de vida; aquí es síntoma. Por eso, antes de mirar números, miro nombres. Y la primera cifra que importa de este fondo no es su rentabilidad, sino otra muy distinta.

Trece años. Es lo que llevan **Nick Judge y Charles Long** co-gestionando este producto, sin moverse, desde el 31 de diciembre de 2012.

En el mundo de los hedge funds eso es prácticamente imposible. Cuando un gestor dura más de una década en el mismo fondo de la misma casa, normalmente es por dos razones; el producto funciona y la gestora paga bien. Si no, ya habrían montado su propio vehículo.

Judge y Long son, además, dos perfiles que se complementan. Judge es el veterano: 29 años en mercados británicos, licenciado en Lenguas Modernas por Bristol (sí, lenguas modernas, no economía), curtido en NatWest, Morgan Stanley y Merrill Lynch antes de aterrizar en GLG en 2009.

Long es la otra mitad. Químico por Oxford con primera matrícula, CFA charterholder desde 2005, lleva en GLG más de veinte años.

Detrás de ellos, cinco analistas con experiencia previa en Standard Life, Aviva, Credit Suisse y UBS. No es un equipo de estrellas; es un equipo que trabaja. Citywire les da rating A por su rentabilidad ajustada al riesgo del último trienio. No es la categoría máxima (esa es triple A), pero es un rating **estable en el tiempo**, que en este oficio vale más que un flash. Los rankings cambian. Lo que no cambia es que llevan trece años haciendo lo mismo.

https://t.me/cartaPatrimonio

Y luego está la casa. Man Group plc cotiza en la Bolsa de Londres, gestiona 227.600 millones de dólares y tiene a 1.600 cuantitativos y tecnólogos vigilando cada exposición. La división relevante para nuestro fondo es GLG Partners, la parte discrecional del grupo, que llegó a la familia en 2010 cuando Man la compró por 1.600 millones de dólares. Aquí hay un detalle que pocas veces se cuenta y que para mí pesa más que cualquier rating. **La unidad de control de riesgos del fondo es independiente del equipo gestor.** No reporta a Judge ni a Long; reporta al grupo. Si en algún momento la cartera se desvía de sus parámetros, el comité de riesgos puede pisar el freno. En los hedge funds más pequeños el comité de riesgos suele ser el propio gestor mirándose al espejo. Aquí no.

Llevan trece años haciendo lo mismo. En esta industria, eso ya es de por sí una ventaja competitiva.

Qué hace este fondo (sin jerga)

Voy a confesarlo, durante años creí que los fondos market neutral eran un timo. Los analizaba, veía sus correlaciones, sus volatilidades, sus exposiciones brutas del 200%, y pensaba que estaba viendo un producto diseñado para sonar inteligente y cobrar caro. Tardé unos años en entender lo contrario. Empecemos por la idea, contada de forma sencilla.

Imagina que coges cien euros y montas dos cestas. En la primera, llamémosla la cesta larga, metes acciones británicas que crees que están baratas o que lo van a hacer bien. En la segunda, la cesta corta, haces lo contrario, vendes acciones prestadas de empresas británicas que crees que están caras o que lo van a hacer mal. Las dos cestas suman aproximadamente lo mismo. Si el conjunto de la bolsa sube, la cesta larga te aporta y la corta te resta; si baja, pasa al revés. **El movimiento general del mercado, en teoría, se anula.**

¿Y de dónde sale entonces la rentabilidad? De que tus largos suban más que tus cortos, o de que en una caída tus cortos bajen más que tus largos. En el argot, esto se llama extraer **alfa puro**, rentabilidad que viene exclusivamente de tu capacidad de elegir bien las acciones, no de que el mercado en general suba o baje.

https://t.me/IdeaPatrimonio

Por eso este tipo de fondos se llaman market neutral, porque, en teoría, son “neutros” respecto al mercado. En la práctica ningún fondo es perfectamente neutral (ya veremos lo que pasó en el Brexit), pero el principio funciona. El Man Alpha Select tiene una correlación de **-0,07 con el FTSE All-Share** en los últimos trece años. Prácticamente cero. Esto significa, en palabras llanas, que lo que haga el fondo no tiene nada que ver con lo que haga la bolsa británica. Cuando el FTSE cae un 20%, el Man Alpha Select puede estar ganando dinero, o perdiendo poco, o no moverse. **La bolsa, simplemente, no es su brújula.**

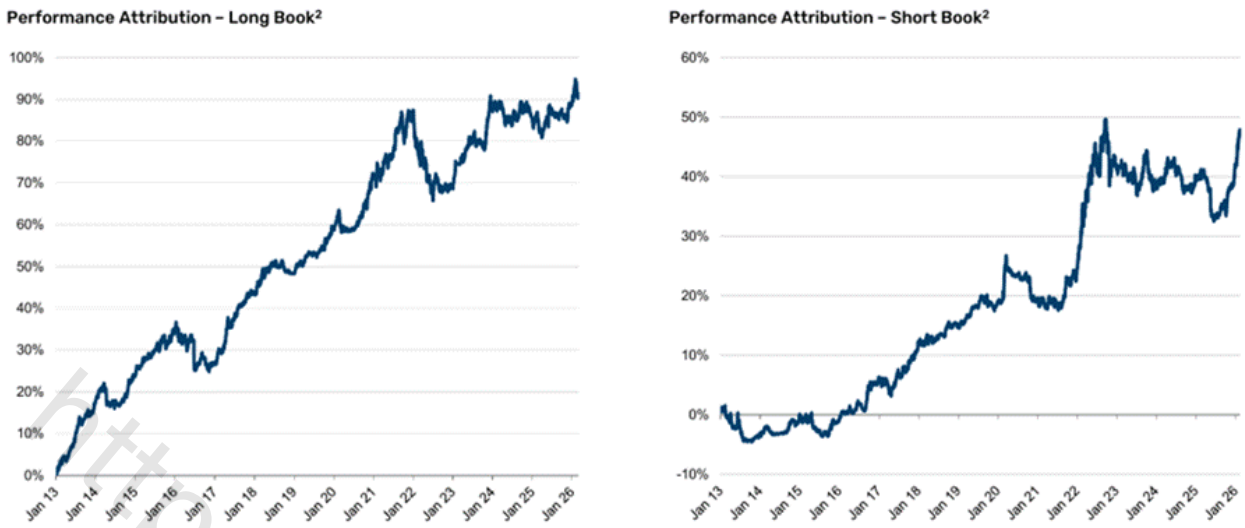
En el detalle, el fondo combina entre 75 y 125 posiciones largas con 50 a 75 cortas, casi siempre acciones del FTSE 100 o el FTSE 250, con un tamaño individual de entre un 1% y un 5% en los largos y de entre un 1% y un 3% en los cortos. La exposición bruta (la suma de todo) oscila entre el 150% y el 200% del patrimonio, lo cual suena agresivo pero significa lo contrario. Tener más patas en la mesa para que ninguna pueda tumbarla por sí sola. La volatilidad objetivo está entre el 4% y el 6%. Para que te hagas una idea, un fondo de bolsa europea típico tiene una volatilidad del 15-20%. Esto es **entre tres y cinco veces menos riesgo** medido como variabilidad de los retornos.

Hasta aquí, nada especialmente novedoso. Hay decenas de fondos market neutral en Europa. Lo que distingue a este, lo que de verdad le da su valor, es algo mucho más raro.

En este fondo, **ganan los dos lados.**

Mira el gráfico que viene a continuación. A la izquierda, lo que ha aportado la cesta larga desde diciembre de 2012; a la derecha, lo que ha aportado la cesta corta. Las dos curvas suben.

https://t.me/IcariaPatrimonio



Aportación acumulada del libro largo (izquierda) y del libro corto (derecha) desde diciembre de 2012. Fuente: Man Group.

Esto es muy poco habitual. La inmensa mayoría de los gestores son razonables eligiendo qué comprar y bastante torpes eligiendo qué vender. Vender en corto es psicológicamente más duro. El mercado tiende a subir a largo plazo (la corriente te empuja en contra), las pérdidas potenciales son ilimitadas y tienes que pagar un coste por el préstamo de los títulos. Que un fondo lleve trece años haciendo dinero también con los cortos no es una anécdota, es la señal de un equipo que **entiende lo que está vendiendo, no solo lo que está comprando.**

Cómo forman la cartera

De todo lo que valoro del fondo después de varios años siguiéndolo de cerca es algo muy básico: **la sistemática**. Judge y Long no van por la vida descubriendo joyas ocultas a base de intuición. Tienen un proceso, lo aplican siempre igual, y la mayor parte del trabajo consiste en filtrar empresas con framework antes de mirarlas en detalle. En las reuniones con gestores, lo que cuentan este año suena estructuralmente igual a lo que contaron hace tres. Eso, que parece aburrido, es exactamente la cualidad que uno quiere encontrar en un alternativo que tiene que durar varios ciclos en cartera.

El corazón del proceso es lo que ellos llaman el **Fragility Framework**. Está relacionado con las siete dimensiones de fragilidad de un negocio: el apalancamiento (cómo de

https://t.me/IdeaPatrimonio

endeudada está la empresa y a qué coste), los ajustes y excepcionales (¿está el management maquillando los resultados con partidas no recurrentes?), el riesgo de earnings, el riesgo de capital circulante, el riesgo de activos, la fragilidad del modelo operativo y, **la integridad del consejo y del auditor**. Esto último, que parece una tontería de gobernanza, ha sido fuente de algunas de las mejores ideas de cortos del fondo a lo largo del tiempo. Cuando ves un consejo que rota auditores con demasiada frecuencia, o un consejero independiente que no es tan independiente, normalmente hay algo más debajo. Pregúntenle a los que llevaban Carillion, Patisserie Valerie o NMC Health.

La parte que más me hace pensar, sin embargo, no es el framework. Es cómo lo aplican. El equipo lleva años encontrando momentos en los que **el consenso del mercado se equivoca por la razón equivocada**. Hay dos casos suyos que ilustran muy bien el estilo.

Caso 1: RELX, mayo de 2023. El primer gran tsunami de la inteligencia artificial. Los analistas de los grandes bancos sacaron cestas de "perdedores de IA": empresas que iban a ver canibalizado su negocio por los grandes modelos de lenguaje. RELX, la editorial y proveedora de datos científicos y legales, aparecía en muchas de esas cestas. La lógica era infantil: si ChatGPT puede leer un paper y resumirlo, ¿para qué quieres a Elsevier? El mercado castigó la acción.

El equipo de Man Alpha Select no compraba la narrativa. Llevaban meses analizando RELX: su base de datos propietaria, sus contratos a largo plazo con universidades, su negocio legal indispensable, las barreras regulatorias. Su conclusión fue la opuesta a la del mercado: RELX no era una víctima de la IA, **era un beneficiario neto**. Sus datos eran exactamente el combustible que los modelos necesitaban para ser fiables, y sus clientes (universidades, despachos jurídicos) no podían sustituirla. Aprovecharon la caída para ampliar. Dos años después, RELX se considera una de las "ganadoras de IA" del mercado británico. La acción ha vuelto a máximos. Esto es selección activa de manual: estar del lado correcto cuando el mercado se equivoca por estar viendo lo que quiere ver, no lo que es.

Caso 2: Admiral, marzo de 2023. Un competidor cotizado de Admiral lanza un *profit warning* citando la inflación. El mercado, en su reacción habitual, tumba toda la cesta de aseguradoras británicas. Judge y Long pensaron lo contrario: Admiral era un negocio de

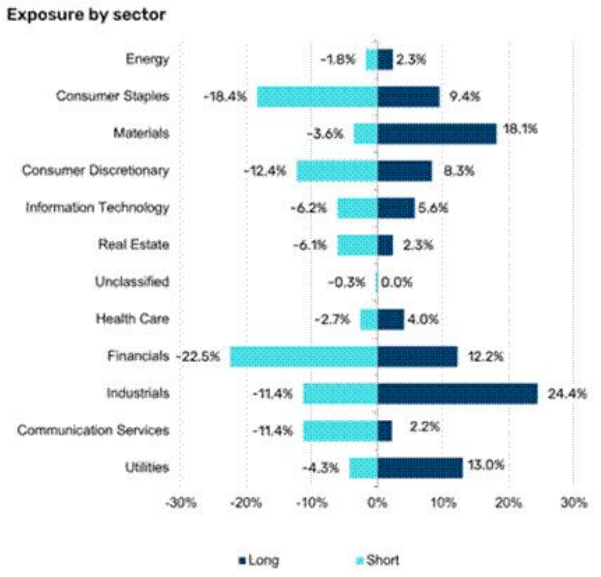
https://t.me/IcariaPatrimonio

mejor calidad y, además, llevaba meses por delante en la repreciación de pólizas. Iniciaron la posición a los precios castigados. Cuando el ciclo de precios giró (cosa que confirmaron con tres fuentes de datos distintas antes de ampliar), construyeron la posición. Otro acierto.

Lo que me transmiten estos casos no es la habilidad de elegir acciones (eso lo tiene mucha gente). Es algo más sutil: **la disciplina de actuar cuando todo el mundo va en contra**. Es muy fácil decir que vas a ser *contrarian* cuando el viento te sopla a favor. Es mucho más difícil cuando los cortos te suben en cara y tus largos siguen cayendo. Pero ahí es donde se gana el dinero de verdad, y donde se ve quién entiende lo que ha comprado.

La cartera, en una imagen

Lo primero que llama la atención cuando uno mira el detalle de la cartera no es lo que tiene. Es lo que no tiene.



Top 10 long holdings

Position	Exposure
NATIONAL GRID PLC	6.67%
SSE PLC	5.94%
BRITISH AMERICAN TOBACCO P.L.C.	5.75%
GLENCORE PLC	5.53%
ANGLO AMERICAN PLC	5.07%
CRH PUBLIC LIMITED COMPANY	3.28%
PRUDENTIAL PUBLIC LIMITED COMPANY	3.27%
DIPLOMA PLC	3.19%
HALMA PLC	2.87%
SPIRAX GROUP PLC	2.56%

Top 10 shorts by sector

Position	Exposure
Financials - United Kingdom	-4.55%
Financials - United Kingdom	-4.32%
Consumer Discretionary - United Kingdom	-4.30%
Communication Services - United Kingdom	-3.29%
Consumer Staples - United Kingdom	-3.20%
Communication Services - United Kingdom	-3.05%
Industrials - United Kingdom	-2.79%
Consumer Staples - United Kingdom	-2.76%
Consumer Staples - United Kingdom	-2.36%
Real Estate - United Kingdom	-2.20%

Composición sectorial y top 10 posiciones (largos y cortos por sector). Fuente: Man Group, datos a 27 de febrero de 2026.

No hay ninguna empresa de inteligencia artificial. Ningún unicornio recién salido a bolsa. Ninguna acción memorable. Son utilities, mineras, tabacaleras, aseguradoras e industriales de nicho. Negocios aburridos, predecibles, con flujos de caja sólidos. Y son

https://t.me/lcarlaPatrimonio

los protagonistas precisamente porque **eso es lo que sale en los filtros cuando aplicas el framework de fragilidad al revés**: las empresas más sólidas, mejor gestionadas y menos endeudadas.

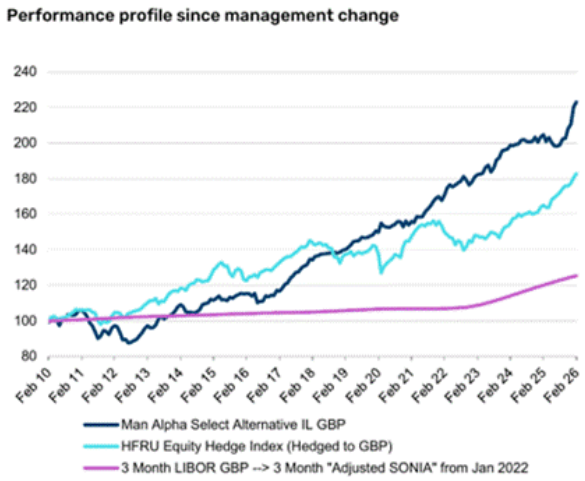
Lo segundo es la simetría de los desequilibrios sectoriales. En Financials están un 12,2% largos y un 22,5% cortos. En Consumer Staples, un 9,4% largos y un 18,4% cortos. En Industrials, un 24,4% largos y un 11,4% cortos. Esto significa que, dentro de cada sector, tienen una visión muy clara de quién es el ganador y quién es el perdedor. **No están apostando contra los bancos como categoría; están comprando los mejores bancos y vendiendo los peores.** Esa es, por cierto, la diferencia entre un fondo macro y un fondo de selección. Aquí no se especula sobre el ciclo. Se compite valor contra valor.

https://t.me/lacalaPatrimonio

Las cifras

Las cifras no me apasionan. Las cifras que duran trece años, sí.

Este es el track record completo del fondo desde que Judge y Long tomaron las riendas, comparado con su grupo de referencia (el HFRU Equity Hedge Index) y con el cash:



	Man Alpha Select Alternative[1]	HFRU Equity Hedge Index (hedged to GBP)[2]	3 Month Libor Adj -> SONIA[3]
Last Month	1.25%	1.19%	0.30%
Last 3 Months	7.24%	3.91%	0.99%
YTD	5.88%	2.98%	0.64%
Total Return Since Inception	139.09%	70.16%	22.54%
Annualised Return Since Inception	6.84%	4.12%	1.56%
Annualised Volatility	4.27%	5.25%	0.53%
Worst Drawdown	-4.70%	-12.60%	-
Sharpe Ratio	1.24	0.49	-
Sortino Ratio	2.15	0.68	-
3 Years Annualised	6.97%	7.32%	4.86%
5 Years Annualised	7.42%	4.37%	3.25%

Evolución desde diciembre de 2012 y métricas comparativas. Fuente: Man Group / Bloomberg / HFR. Datos a 27 de febrero de 2026.

Lo primero que salta a la vista es la diferencia entre la línea verde y la línea azul claro. El Man Alpha Select ha generado un **139% de rentabilidad total** en este periodo, frente al 70% del índice de competidores y el escaso 22% del cash. Anualizado son 6,84% frente a 4,12% del peer group: **casi tres puntos porcentuales de alfa anual sostenidos durante trece años**. Un 3% por encima del comparable con una volatilidad del 4% es garantizo que es algo practicamente imposible de conseguir. ¿Lo mejor de todo? Con menos riesgo. La volatilidad ha sido del 4,27% anualizado, frente al 5,25% del peer group. El Sharpe ratio, 1,24 frente a 0,49. El Sortino, que solo mide el riesgo de bajadas, 2,15 frente a 0,68. Son cifras **excepcionales** para esta categoría.

Es muy importante no compararlo con fondos que no tengan nada que ver. Es evidente que en un contexto de tipos de interés elevados y spreads en mínimos los fondos de renta fija tendrán una volatilidad excepcionalmente baja. El problema es que en esta categoría como explico en el artículo de Gamma Global la volatilidad no es una referencia.

Si seguimos analizando el dato que merece quedarse en la memoria es otro.

El peor drawdown del fondo en trece años es del –4,70%.

El del peer group, en el mismo periodo, es del –12,60%. Es decir, la peor caída acumulada que ha sufrido un partícipe que comprara este fondo en cualquier momento desde diciembre de 2012 ha sido inferior a un 5%, y se recuperó relativamente rápido. Para poner esto en contexto; el mundo ha vivido el Brexit, la pandemia, la peor caída de bonos de la historia en 2022, la crisis de los bancos regionales estadounidenses en marzo de 2023, el rally de la IA y la corrección del verano de 2024. Y este fondo, durante todo ese tiempo, jamás ha estado más de un 5% por debajo de su máximo histórico.

Dicho de otro modo de los 158 meses bajo la gestión actual, **115 han sido positivos y 43 negativos**. Un 73% de meses en verde. En los buenos, el fondo ha ganado de media un 1,10%; en los malos, ha perdido de media un 0,88%. Estas cifras son únicas en su categoría. La asimetría no es enorme, pero es persistente. Y persistente, en finanzas, es la palabra que de verdad importa. **Trece años sin un drawdown serio. Esa es la noticia.**

https://t.me/CariaPatrimonio

El día que el fondo perdió un 4,6%

Cualquier track record bonito tiene su episodio incómodo. El del Man Alpha Select tiene fecha exacta: 24 y 27 de junio de 2016. Brexit.

Lo recuerdo perfectamente. El FTSE 100 abría con la mayor caída desde la crisis financiera. El FTSE 250 (que es donde están las empresas más expuestas al consumo doméstico) se hundía un 12%. Pánico total.

¿Qué le pasó al Man Alpha Select esos dos días? Esto:

2-day loss (24th and 27th June 2016)

Fund P&L	Long book	Short book
-4.6%	-3.0%	-1.5%

Long losers		Short losers	
ITV PLC	-0.6%	COMPASS GROUP PLC	-0.4%
NEXT PLC	-0.5%	GLAXOSMITHKLINE PLC	-0.2%
LEGAL & GENERAL GROUP PLC	-0.4%	NATIONAL GRID PLC	-0.1%
TAYLOR WIMPEY PLC	-0.3%	HSBC HOLDINGS PLC	-0.1%
CAPITA PAVIVA PLCLC	-0.3%	ASTRAZENECA PLC	-0.1%
AVIVA PLC	-0.3%	ROLLS-ROYCE HOLDINGS PLC	-0.1%
MICRO FOCUS INTERNATIONAL PLC	-0.3%	PEARSON PLC	-0.0%
STANDARD LIFE PLC	-0.2%	BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	-0.0%
DIXONS CARPHONE PLC	-0.2%	SPIRAX-SARCO ENGINEERING PLC	-0.0%
LONDON STOCK EXCHANGE GROUP	-0.2%	FENNER PLC	-0.0%

Pérdida en los dos días posteriores al referéndum del Brexit (24 y 27 de junio de 2016). Detalle por posición. Fuente: Man Group.

El fondo perdió un 4,6% en dos sesiones. El libro largo aportó –3,0% y el corto –1,5%. Es un número incómodo y obliga a explicar exactamente qué pasó, porque a primera vista resulta contraintuitivo. Si en una caída los cortos suelen ganar, ¿cómo es que aquí también perdieron?

Vale la pena entenderla porque ilumina cómo funciona realmente este fondo. El Brexit no fue una caída uniforme de toda la bolsa. Fue **una rotación violentísima de factor**. Los

https://t.me/LaCajaPatrimonio

inversores huyeron en bloque de las empresas británicas con exposición doméstica y se refugiaron en lo que ese mismo viernes empezó a llamarse “flight to quality”: multinacionales con ingresos en dólares, defensivos clásicos, farmacéuticas, utilities, tabaqueras.

Mira la tabla con calma. Los principales largos perdedores del fondo son ITV (–0,6%), Next (–0,5%), Legal & General (–0,4%), Taylor Wimpey (–0,3%): exactamente las empresas más expuestas al consumo doméstico y al sector inmobiliario británico. Lógico que cayeran, y lógico que el libro largo perdiera el 3% que perdió.

Los principales cortos perdedores son otra historia. Compass Group, GlaxoSmithKline, National Grid, HSBC, AstraZeneca, Rolls-Royce, British American Tobacco. **Defensivos clásicos, dólar-cobradores, refugio**. Esos nombres, lejos de caer con el resto del mercado, **subieron o se mantuvieron firmes** en pleno pánico precisamente porque eran a donde el dinero corría a esconderse. Y cuando estás corto en una acción que sube, pierdes dinero por el corto. Eso es lo que pasó.

El problema del fondo ese día no fue que las correlaciones se fueran a uno (no se fueron; hubo dispersión brutal). El problema fue exactamente el opuesto: **el fondo estaba realmente posicionado**. Su sesgo era el sesgo clásico del stock-picker británico de hace una década: largo en cíclico de calidad, corto en defensivo sobrevalorado. El día del Brexit, ese sesgo fue exactamente el que más dolió. Casi se podría decir que el episodio prueba que el fondo no es falsamente neutral: tiene apuestas reales y, cuando esas apuestas van contra él en bloque, paga la factura.

¿Es eso una mala noticia? No, en realidad. Lo que se le pide a un market neutral es que en condiciones normales tenga correlación cero y, cuando el mercado se vuelva loco por un evento exógeno, **contenga el daño**. El Man Alpha Select estuvo regular esos dos días y cerró el año 2016 con un –1,11% neto, frente al +1,32% del peer group. Sí, perdió un año (ligeramente) por culpa de un evento de cola que pilló al mundo por sorpresa. Pero **nunca volvió a estar así de mal**, y desde entonces ha rendido prácticamente todos los años en positivo. Esa es la definición operativa de resiliencia, no es no caer nunca; es no caer dos veces por la misma razón.

https://t.me/cartaPatrimonio

La factura

Vamos con la parte fea, este fondo es caro. Caro si no eres inversor institucional.

El Man Alpha Select tiene **veintidós clases de acciones distintas**, lo cual ya es un primer indicador de lo que se cobra y a quién. Para el inversor español que pueda interesarse, en realidad solo importan tres. La clase **IL en euros con cobertura** (ISIN IE00B3LJVG97), institucional, mínimo un millón de euros, cobra un 0,75% de gestión más un 20% sobre rentabilidad, con un OCF total del 1,11%. La clase **DL en euros con cobertura** (ISIN IE00B5ZNKR51) baja el mínimo a 1.000 euros, pero la gestión sube al 1,50% (también con 20% de éxito) y el OCF al 1,87%. Y la clase **DNRW** (ISIN IE000TO1CHG5), pensada para canales de distribución con retrocesiones gordas, cobra un 2,50% de gestión y un 2,37% de OCF. Esta última no es una opción razonable para nadie. Si te la ofrecen, levántate de la silla.

Hablando claro, un 1,87% de gastos corrientes más un 20% sobre rentabilidad es **caro**. Mucho más que un ETF, mucho más que un indexado, y bastante más que la mayoría de fondos activos tradicionales. Pero hay tres cosas que conviene tener en la cabeza al leer ese número.

La primera es que estamos comparando peras con manzanas. Esto no es un fondo long-only; es un alternativo. Los hedge funds tradicionales cobran un esquema "2/20" (2% de gestión más 20% de éxito) y muchos te piden un millón de dólares mínimo y te permiten sacar el dinero una vez al trimestre o al año. Lo que ofrece el Man Alpha Select es **una versión envuelta en formato UCITS**: liquidez diaria, mínimo de 1.000 euros en la clase DL, registro en CNMV, KIDs en castellano. Estás pagando por la accesibilidad y por la regulación, no solo por la gestión.

La segunda es que **todas las cifras que hemos visto son netas de comisiones**. El 6,84% anualizado, el Sharpe de 1,24, el drawdown del –4,70%. Todo eso se llevó el inversor a casa, después de pagar al gestor. Si incluso pagando esas comisiones el fondo bate al peer group por casi tres puntos al año con la mitad de drawdown, las

https://t.me/LaCajaPatrimonio

comisiones, sencillamente, están justificadas. Lo que no estaría justificado es pagar lo mismo por un fondo mediocre.
La tercera es que el mercado de alternativos UCITS es más estrecho de lo que parece y los competidores cobran lo mismo o más. BlackRock Global Equity Market Neutral, Marshall Wace MW Tops Global Alpha, Schroder GAIA Helix, todos están en la horquilla del 1,5% al 2% de gastos corrientes para las clases minoristas. El Man Alpha Select no es barato, pero **tampoco está fuera de mercado**. Si quieres alternativos líquidos, esto es lo que cuesta.

Por suerte para Icaria Patrimonio estamos en la clase institucional desde inicio, la cual tiene una comisión muy competitiva.

Cómo encaja en una cartera

Hay dos preguntas que de verdad importan cuando uno habla de un fondo. La primera es: ¿funciona? La segunda: ¿funciona para mí? Hasta aquí hemos respondido la primera. Vamos con la segunda.

En nuestra cartera, el Man Alpha Select funciona como pieza específica del bloque alternativo, no como núcleo. El peso razonable está entre el 2% y el 10% del total, raramente por encima del 15%. Su función no es competir con la renta variable en rentabilidad esperada; es aportar **una pata distinta al puzzle**. Correlación cero con la bolsa, volatilidad baja, retornos modestos pero consistentes, y capacidad de proteger en mercados laterales o ligeramente bajistas.

Entiendo que para todo aquel que lleve pocos años invirtiendo no tenga sentido diversificar, ya que puede existir la creencia de que el 15% anualizado de la bolsa de los últimos años es lo normal. La realidad es que la bolsa los últimos 100 años ha dado un rendimiento inferior al 10% y por desgracia la estadística no suele perdonar, años excepcionalmente buenos han venido siempre seguidos por años excepcionalmente malos. Punto sobre el que han hablado los últimos meses los mejores inversores del mundo: Howard Marks, Druckenmiller, Ray Dalio y muchos más.

https://t.me/IcariaPatrimonio

Dicho esto podríamos entrar, casi por descarte, a definir bastante bien para quién no tiene sentido. Si hablamos con un inversor joven, con horizonte a treinta años y disciplina para aportar mes a mes a un indexado global, este fondo **no es lo que necesita**. Y no porque está en momento de acumular y su patrimonio se está formando, por lo que las potenciales caídas del 50% probablemente estén dentro de lo que está dispuesto a soportar.

Donde sí cobra sentido es en perfiles con patrimonio ya consolidado y horizonte temporal de cinco a diez años, en carteras donde la pata de renta fija ha dejado de diversificar como antes, o en planes de jubilación cercanos al rescate donde no hay margen para un drawdown del 30%. En todos esos casos, lo que aporta este fondo es algo que cada vez es más difícil de encontrar; **una fuente de rentabilidad que no depende de la dirección de los mercados**. Eso, en una cartera diversificada de verdad, no se compra en cualquier lugar.

Hay además un perfil concreto al que conviene mencionar, el inversor con interés explícito por el Reino Unido. La bolsa británica lleva una década siendo el patito feo de los mercados desarrollados, con valoraciones deprimidas y un descuento estructural respecto a Estados Unidos. Esto crea, paradójicamente, mucho material para un buen stock picker. Cuando las cosas baratas no se mueven en grupo, el que sabe distinguir entre ellas tiene más espacio para ganar. Comprar este fondo es, en cierto modo, comprar selección británica sin tomar la beta del país.

Y luego está el filtro más simple de todos, **si después de leer este artículo no tienes claro lo que hace el fondo, no lo compres**. Vale para cualquier producto financiero, pero vale especialmente para un alternativo. Aquí no hay magia. Hay un proceso de selección activa de empresas británicas con un libro corto que también busca alfa. Si eso te parece razonable y encaja con el resto de tu cartera, hay conversación.

El veredicto

Si me preguntases en una palabra qué pienso del Man Alpha Select Alternative, te diría : Consistencia.

https://t.me/LaCriaPatrimonio

Lo bueno es lo que ya hemos visto. Track record largo y consistente, equipo gestor estable y bien rodado, una casa matriz que está entre las mejores del mundo en alternativos, un proceso de inversión documentado y replicable, liquidez diaria, formato UCITS regulado y registrado en CNMV, correlación negativa real con la bolsa británica, y, lo más raro de todo, un libro corto que también genera alfa.

Lo malo también hay que decirlo. Las comisiones son altas, especialmente en las clases minoristas. El mínimo de la clase realmente buena (la IL) es prohibitivo para el inversor medio. La cantidad de clases de acciones distintas es un caos. La concentración geográfica en UK es lo que es, una apuesta concentrada en una sola economía, aunque con exposición de ingresos internacional vía las grandes multinacionales del FTSE 100.

Y lo feo, porque también lo hay, **huye de la clase DNRW como del diablo**. Si te la ofrecen, no pagues y reniega de volver a sentarte con quien te lo recomienda.

En nuestra cartera lo mantenemos en la clase institucional, en un rango de pesos del 2%-3%, y con la idea muy clara de que es un diversificador y no un núcleo. No esperamos que sea el motor de rentabilidad del año bueno. Esperamos que cumpla su papel los años malos. Ese ejercicio en el que la bolsa cae, los bonos no protegen y la diversificación clásica te deja la cartera tocada. **En el mundo real, eso ya es bastante**.

Cuando alguien pregunta por qué lo tenemos, la respuesta acaba siendo siempre la misma. Porque es un fondo aburrido, británico, gestionado por dos personas que llevan dos décadas haciendo lo mismo, y porque no aparece en los rankings de YouTube precisamente porque nadie hace clic en lo que funciona despacio. En este oficio, lo que funciona despacio es muchas veces lo único que de verdad funciona.

Por ahora, no hay razón para tocar la posición. La hay, en cambio, para escribir esto que estás leyendo. Porque cada cierto tiempo conviene recordar que, mientras todos los demás corren detrás de la siguiente narrativa caliente, hay alguien sin hacer ruido, haciendo su trabajo con consistencia, y mes a mes **entregándole a sus partícipes lo único que de verdad les pidieron al empezar**, que su patrimonio no entrara en barrena cuando todo lo demás sí lo hiciera.

Si me preguntas, eso es lo importante.

https://t.me/LecturaPatrimonio